公司研究
公司深度研究
证券研究报告

芒果超媒（300413.SZ）首次覆盖

“芒果湘军”乘风破浪，内容飞轮与 IP 变现持续增长

持有(首次评级)

当前价格： 32.90 元
目标价格： 40.25 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,871/1,022
流通 A 股市值（百万元）	33,614
每股净资产（元）	9.34
资产负债率（%）	32.58
一年内最高/最低（元）	70.23/27.01

一年内股价相对走势



投资要点：

公司为国内长视频行业龙头，沿袭“广电湘军”内容实力与创新基因，上下游一体化布局，发展出以内容为核心的成熟商业模式，并不断延展IP载体。2017年，公司以4.89亿的净利润成为国内首个实现盈利的视频平台。2019年，新媒体板块收入在湖南广电体系中已实现对传媒板块的首次超越。2021年芒果超媒实现营业收入153.56亿元，实现净利润21.14亿元，行业扛旗者地位凸显。

回顾芒果超媒的发展历程，精准的战略眼光与执行力、创新力贯穿始终：

- 0-1的跨越：公司坚定向流媒体转型并确立“独播”战略；
- 1-N的成熟：商业模式、平台生态不断完善，成为业绩主力。截至2021年末，芒果TV付费会员5040万人，实现会员收入37亿元；2021年公司广告业务收入突破50亿元大关，达54.53亿元，同比增长31.64%；运营商业务，IPTV+OTT已成为大屏端主要收视场景，可扩展节目IP的覆盖场景，中移动作为第二大股东与芒果TV发挥协同，围绕大屏、5G创新业务深度战略合作，21年实现营收21.2亿元。
- N-X的外延：内容为核，基于内容IP的外延，在成熟业态上不断勾勒新的内生增长曲线。创新精神是芒果的X factor，让芒果在内容创作及业务外延上不断超出市场预期。**结合新技术、新消费趋势，**近两年，在原有坚实的业务基础上，公司进一步探索电商、实景娱乐及元宇宙等业务场景，拓展业务边界。

国有属性新媒体，叠加内容与流量优势，能够“让正能量成为大流量”。近年来，几乎芒果TV所有的内容，从创研到落地，均体现了社会价值与商业价值的双重考量，也相应地提升了内容的确定性。

盈利预测：我们预计2022-2024年芒果超媒营收、归母净利润CAGR分别17%/18%，按照SOTP法给予芒果超媒2022年752.91亿元市值，**对应目标价40.25元。首次覆盖，给予“持有”评级。**

风险提示：内容上线节奏延缓；广告招商不及预期；内容行业政策变化对的公司的影响存在不确定性；电商业务拓展风险。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,006	15355.86	17679.42	21073.83	24302.83
增长率	12%	9.64%	15.13%	19.20%	15.32%
净利润（百万元）	1,982	2114.09	2627.00	2992.86	3661.84
增长率	71%	6.66%	24.26%	13.93%	22.35%
EPS（元/股）	1.11	1.17	1.40	1.60	1.96
市盈率（P/E）	65	48.91	23.43	20.56	16.81
市净率（P/B）	12	6.31	3.18	2.75	2.37

数据来源：公司公告、华福证券研究所

团队成员

分析师： 陈泽敏
执业证书编号：S0210522050002
电话：021-20655300
邮箱：czm3779@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设

假设 1：我们假设 2022-2024 年公司付费会员数分别为 0.63/0.76/0.82 亿，增速分别为 25%/21%/7%。

假设 2：我们假设 2022-2024 年公司 ARPPU 分别为 75.40/79.89/87.88 元，增速分别为 3%/6%/10%。

我们区别于市场的观点

1）内容行业存在不确定性，包括内容本身层面与监管层面，芒果超媒兼具内容创新能力久经验证+国有属性带来的更强政策敏感性，内容输出的确定性相对更高。相应地，我们认为公司有更高的业绩确定性，且可以给予更高的估值溢价。

2）对于新业务布局，我们认为是基于优质内容自然扩展 IP 载体，有更乐观的前景预期。优质内容相对渠道、载体而言是更为稀缺的属性，尽管公司的新业务——电商和实景娱乐所处赛道看起来“卷”，但以优质 IP 为核心，可享有更高定价权。

3）尽管宏观经济承压+短视频分流广告投放，但我们对芒果 TV 的广告收入相对乐观。芒果 TV 与湖南卫视进一步加大合作，联合招商对广告主有更强吸引力；广告主向确定性的头部综艺流动，剧集发力带来广告增量；广告主方面，在线教育等广告主收窄投放的影响因素充分消化，公司核心广告主为消费品，受宏观经济波动影响相对小。

股价上涨的催化因素

新综艺、剧集上线表现超预期。

估值和目标价

我们预计公司 2022~2024 营收、归母净利润 CAGR 分别 17%/18%。按照 SOTP 法，我们给予芒果超媒 2022 年 752.91 亿人民币估值，对应目标价 40.25 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

正文目录

一、 “芒果 TV+湖南台”双平台驱动，打造全产业链布局 6
1.1 历史沿革：电视购物为原身，注入核心资产重组上市 6
1.2 股权结构：湖南台为实控人，中国移动为战略投资者 6
二、 从 0-1 的跨越：确立“独播”战略，完成全产业链布局 7
2.1 创立芒果 TV，确立“独播”战略，完成惊险一跃 7
2.1.1 用户习惯变迁，湖南卫视主动求变 7
2.1.2 “独卖”试水验证，印证“独播”战略 9
2.2 从湖南台单向输入到台网双向打通，芒果 TV“独播”加速成长 11
2.2.1 导入期：湖南台助力芒果实现造血 11
2.2.2 成熟期：台网双向打通，实现反哺 11
三、 从 1-N 的壮大：商业模式不断升级，平台生态愈发纯熟 13
3.1 多渠道杠杆放大内容优势，并提高收视、IP 价值 14
3.2 会员收入：会员运营精细化、拥抱互联网粉丝经济 14
3.3 广告收入：聚焦垂类用户，品效合一提高客户投放意愿 16
3.4 内容体系保证成本可控，行业监管再度优化成本结构 18
四、 芒果模式已成，独特性不可复制 20
4.1 综艺优势稳固，剧集向上突破 20
4.1.1 综艺市场冷却，不改芒果亮眼表现 20
4.1.2 剧集“季风剧场”注重题材开创性，观众共鸣度，传播好剧社会价值 25
4.2 制作机制不断完善，人才激励+工作室提高团队创造力 28
4.3 独有优势：作为国有媒体，始终践行社会价值与商业价值并重 30
4.3.1 国有新型主流媒体，抢占主流舆论阵地宣传优势突出 30
4.3.2 台网进一步融合，打造超级芒系生态，让正能量成为大流量 32
五、 从 N-X 发展空间：内容建设为核心，多元变现途径拓展 34
5.1 小芒电商：全新电商模式，提升变现效率 34
5.2 实景娱乐：依靠芒果系 IP 优势，全国布局线下实景娱乐，丰富 IP 变现渠道 35
六、 盈利预测与估值 37
6.1 盈利预测 37
6.2 估值与投资建议 39
七、 风险提示 40

图表目录

图表 1：芒果超媒发展分析框架 6
图表 2：芒果超媒发展史 6
图表 3：芒果超媒股权结构 7
图表 4：传统电视观众人均每日收视时长 7
图表 5：2016-2020 年中国网络长视频市场规模 8
图表 6：2018 年中国网络视频行业市场分布 8
图表 7：2014 年上半年在线视频综艺播放量 TOP10 8
图表 8：《花儿与少年》前两季 CSM50 城市网收视率 9
图表 9：《花儿与少年第一季》上线至完结每周网媒关注度 10
图表 10：《花儿与少年第一季》上线至完结每周微博提及量 10
图表 11：2021 年各平台播映指数 TOP5 自制综艺播映表现 10

图表 12：湖南卫视主持人参与或主持的芒果 TV 网络综艺 11
图表 13：2017 年湖南卫视和芒果 TV 单位流量价值测算 12
图表 14：湖南台版权内容在芒果 TV 的 VV 值占比 13
图表 15：湖南卫视剧集资源向视频平台输出比 13
图表 16：芒果超媒以内容为核的商业模式 13
图表 17：2018-2021 年芒果超媒营收情况 14
图表 18：2018-2021 年芒果超媒营收构成 14
图表 19：2020 年 7 月芒果 TV 渠道流量占比分布 14
图表 20：芒果超媒会员营销发展初期 15
图表 21：2017-2021 年芒果 TV 付费会员情况 15
图表 22：2017-2021 年芒果 TV 会员收入情况 16
图表 23：2017-2021 年芒果 TV 付费会员 ARPPU 值及变动 16
图表 24：近一年综艺植入露出时长饮料品牌对比 17
图表 25：20Q1-22Q1 芒果 TV 广告客户占比 17
图表 26：2017-2021 年芒果 TV 广告收入及变动 18
图表 27：2021 年芒果传媒总收入中视频广告占比 18
图表 28：2017-2021 年芒果 TV 与爱奇艺内容成本及变动 18
图表 29：2017-2021 年芒果 TV 与爱奇艺内容成本占总营业成本比例 18
图表 30：2021 年在线视频行业用户年龄代际 19
图表 31：2021 年在线视频行业用户城市分布 19
图表 32：2021 年在线视频行业梯队分布 19
图表 33：2021 年网络综艺播放平台市场竞争格局 19
图表 34：爱奇艺、芒果 TV、哔哩哔哩广告收入对比 19
图表 35：爱奇艺、芒果 TV、哔哩哔哩净利润对比 19
图表 36：2021&22Q1 综艺播映指数平均数 21
图表 37：2021&22Q1 综艺 TOP10 播映指数平均数 21
图表 38：2021 年各平台独播网络综艺数量分布 21
图表 39：2021 年播映指数 TOP10 综艺节目 21
图表 40：22Q1 芒果 TV 综艺招商情况对比 22
图表 41：芒果 TV 代表性综 N 代 IP 23
图表 42：2022 年双平台综艺节目出新 23
图表 43：2021 年芒果 TV TOP10 综艺播出情况对比 24
图表 44：2022 年芒果 TV 综艺排播情况 24
图表 45：“大芒计划”微短剧分账模式 25
图表 46：2022 双平台部分剧集鉴赏 26
图表 47：2021 年好评度 TOP10 剧集 26
图表 48：2021 年主旋律剧集播映指数 TOP10 26
图表 49：2022 年芒果 TV 已播出电视剧 27
图表 50：芒果 TV 综艺节目主要工作室及代表作品 28
图表 51：芒果 TV 节目立项示意图 29
图表 52：芒果 TV 部分重点合作影视公司及作品 29
图表 53：“超芒计划”分账方式 30
图表 54：湖南卫视和芒果 TV 正能量和主旋律的综艺 30
图表 55：芒果 TV 正能量剧综体现 32
图表 56：芒果 TV 内容 IP 多元化场景 33
图表 57：台网融合集结芒果 TV 与湖南广电双端优势 33
图表 58：超级芒系生态的营销链路 34

图表 59：小芒电商招商扶持 35
图表 60：小芒电商申请入驻流程 35
图表 61：芒果 TV 实景娱乐 36
图表 62：芒果 TV 虚拟人物与数字藏品概念图 36
图表 63：芒果超媒业绩拆分（单位：亿元） 38
图表 64：芒果超媒可比公司估值一览 39
图表 65：财务预测摘要 41

图表 1：芒果超媒发展分析框架



数据来源：公司公告、华福证券研究所

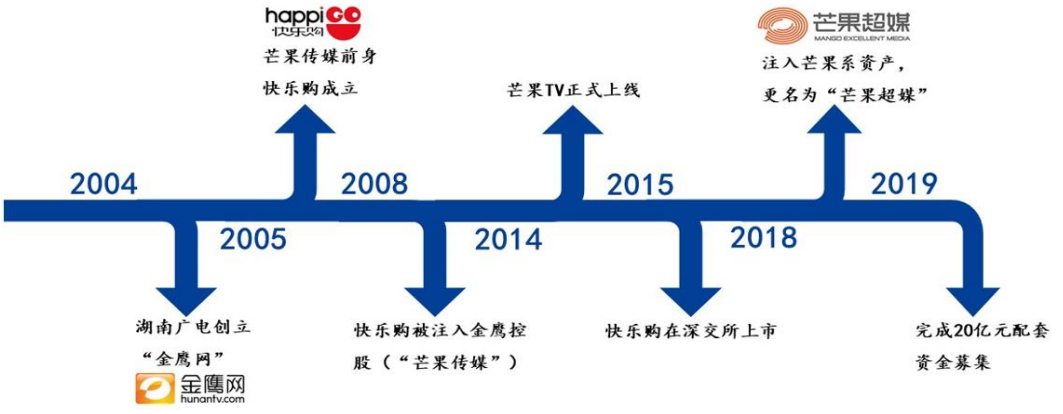
一、 “芒果 TV+湖南台”双平台驱动，打造全产业链布局

1.1 历史沿革：电视购物为原身，注入核心资产重组上市

快乐购成立，创立多元化营销平台。2005 年 12 月芒果传媒前身快乐购物有限公司成立；2008 年 5 月，湖南电视台将快乐购 85%股权无偿转让给湖南广播影视集团，随后快乐购股权全部转入其子公司金鹰控股（后称“芒果传媒”）；2015 年 1 月 12 日快乐购在深交所上市，公司主营业务为电子商务，创建“媒体+零售”的多元化营销模式。

注入芒果系资产，芒果超媒成立。2018 年 6 月，快乐购重大资产重组正式获批，通过定增收购快乐阳光、芒果互娱、天娱传媒、芒果影视以及芒果娱乐 100%股权。重组完成后，公司更名为“芒果超媒”。

图表 2：芒果超媒发展史

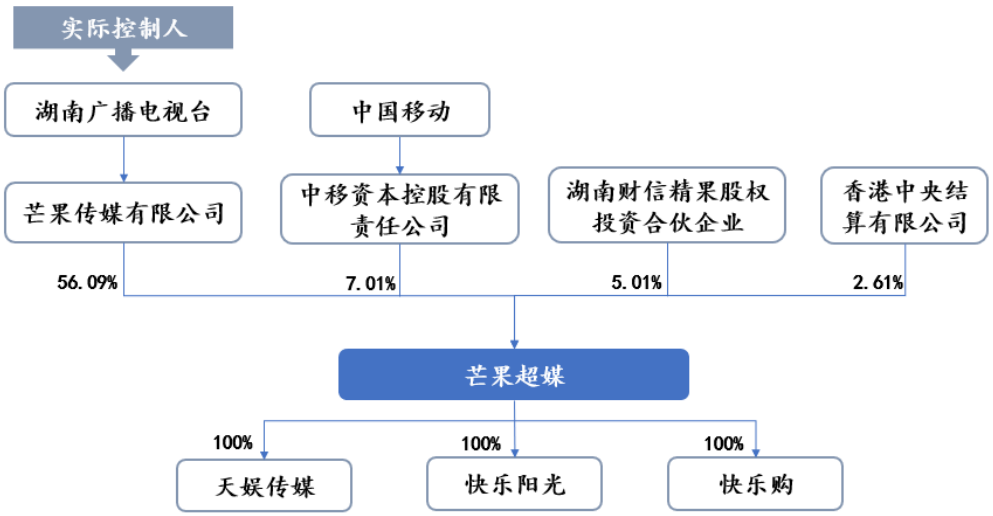


数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.2 股权结构：湖南台为实控人，中国移动为战略投资者

背靠湖南台，引入中国移动实现业务互补。湖南台持有芒果传媒 100%股权，并通过芒果传媒持有芒果超媒 64.2%股份，**为公司实际控制人。**2019 年 5 月，中国移动全资子公司中移资本投资 16 亿元参与公司非公开发行股份项目。2021 年 8 月，公司向特定对象非公开发行股票并且募资 45 亿元，中移资本申购 30 亿元。截至 22Q1，**中移资本共持股 7.01%，为公司第二大股东。**

图表 3：芒果超媒股权结构



数据来源：Wind、华福证券研究所

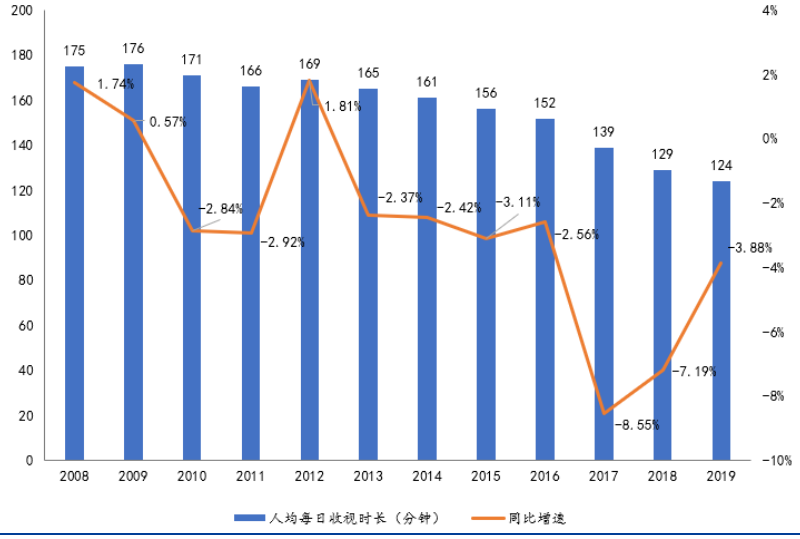
二、 从 0-1 的跨越：确立“独播”战略，完成全产业链布局

2.1 创立芒果 TV，确立“独播”战略，完成惊险一跃

2.1.1 用户习惯变迁，湖南卫视主动求变

传统媒体式微，卫视龙头主动求变。从 2013 年开始，**传统电视人均每日收视时长逐年下滑**，传统媒体日渐式微，湖南卫视面对的外部竞争由传统电视竞争转为全媒体竞争。

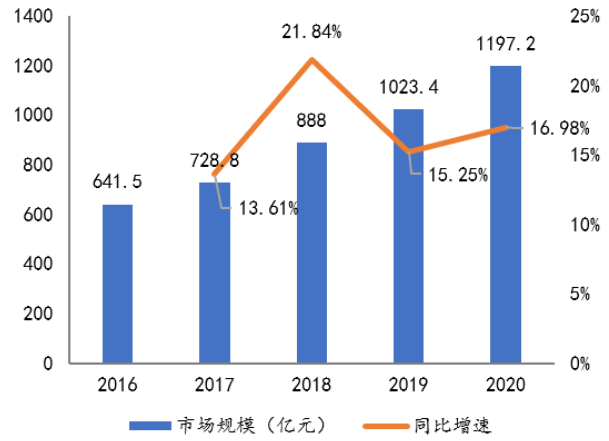
图表 4：传统电视观众人均每日收视时长



数据来源：中国广视索福瑞媒介研究（CSM）、华福证券研究所

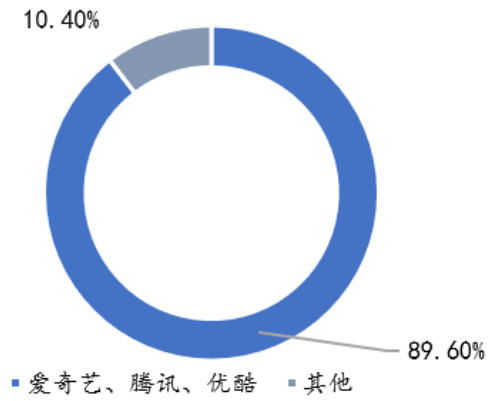
积极探索互联网领域，延伸竞争优势。1）湖南卫视较早开启互联网探索。2009年，凭借《快乐女声》高热度，顺势推出同名游戏；同年12月，湖南卫视携手淘宝组建“快乐淘宝”，涉足电子商务领域；2012年，推出基于电视用户的互动社交App呼啦，尝试将电视用户转化为互联网时代流量。2）早期探索仅是传媒竞争优势的延伸，不具动力与持续性。此时的互联网视频领域市场规模逐渐扩大，“优爱腾”头部平台竞争的格局逐渐成型，传统卫视亟待更大动能的转变。

图表5：2016-2020年中国网络长视频市场规模



数据来源：前瞻经济学人、华福证券研究所

图表6：2018年中国网络视频行业市场分布



数据来源：前瞻经济学人、华福证券研究所

创立芒果TV，进军互联网视频领域。2004年，湖南广电创立金鹰网，进军新媒体平台；2009年，芒果TV以金鹰网旗下视频直播、点播平台的形式亮相；2014年，湖南广电将金鹰网与芒果TV改版融合，芒果TV成为旗下唯一的互联网视频平台，并开始面向市场独立运营。

互联网时代，湖南广电探索线上版权的分发模式。1）各大头部平台缺乏一流内容的自制能力。数据显示，2014年上半年在线视频媒体综艺播放量TOP10中，仅有一档节目为网站自制，各地卫视及央视垄断了当时市场上的优质综艺资源。2）湖南卫视考虑收束版权仅供己用。湖南卫视并不愿用自己精心制作的产品壮大一众视频网站，但放弃外售自制节目意味着失去稳定的上亿元收入。同时，独占综艺资源也会影响潜在合作平台的宣传推广。

图表7：2014年上半年在线视频综艺播放量TOP10

排名	综艺节目	集均播放量（万次）	节目来源
1	来吧 孩子	9468	深圳卫视
2	我是歌手2	4308	湖南卫视
3	笑傲江湖	4189	东方卫视
4	中国好歌曲	3196	浙江卫视
5	你正常吗	3155	腾讯视频
6	嗨！2014	2961	中央电视台
7	出彩中国人	2582	中央电视台
8	中国达人秀5	2532	东方卫视
9	如果爱	2122	湖北卫视
10	变形记	2113	湖南卫视

数据来源：艺恩咨询、华福证券研究所

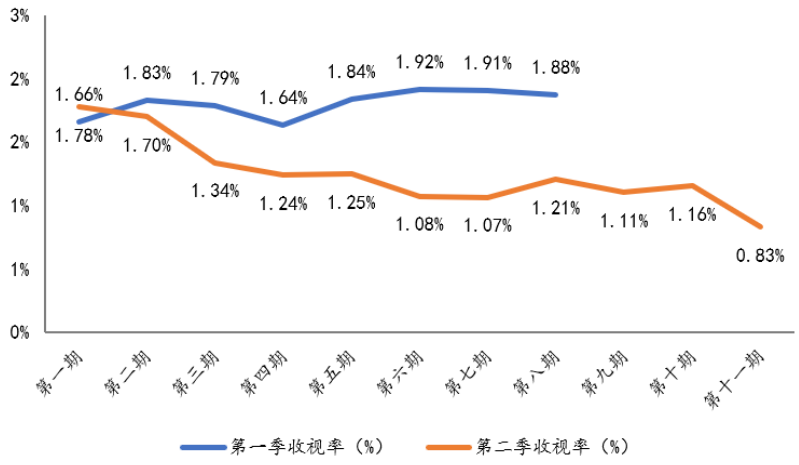
2.1.2 “独卖”试水验证，印证“独播”战略

“独卖”试水，验证互联网时代竞争依然以内容为王。1）2013 年，湖南卫视试验“独卖”策略。乐视以超 1 亿元获得《我是歌手》全网独家版权，爱奇艺以 2 亿元高价获得包括《爸爸去哪儿 2》、《快乐大本营》等 5 部综艺版权。2）独播版权为平台带来不菲收益。《歌手 1》赛程未过半便为乐视带来 2 亿元收入，日均 VV（播放次数）值破 1 亿次，成为继优酷后第 2 家破亿视频网站；爱奇艺仅《爸爸 2》网络播出冠名一项收入即达 6,600 万元，收回 1/3 成本。

提出制播分离，确立独播策略。“独卖”试水的成功让湖南卫视认识到，在互联网时代，**优质的内容资源是吸引用户的核心因素**。其后，湖南卫视创办芒果 TV 新媒体平台，逐渐形成了湖南卫视、芒果 TV **“一体两翼、双核驱动”的双平台格局。**为对抗视频平台的激烈竞争，湖南卫视决定**实行“芒果独播”**，扶持年轻的芒果 TV。

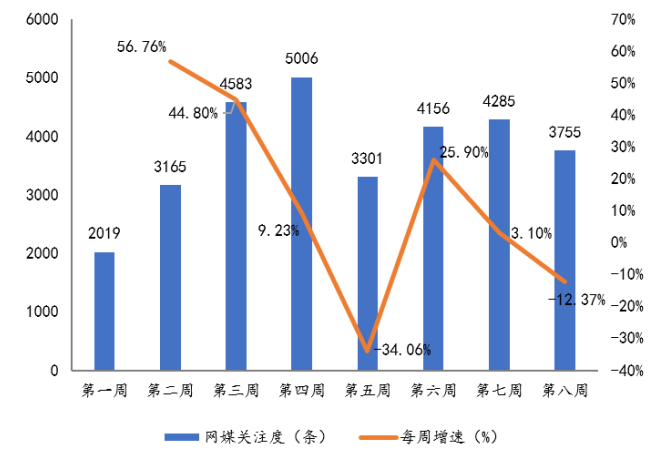
“独播”战略威力初显，助力芒果跻身一线视频行列。2014 年，湖南卫视协同芒果 TV 实施“不销售，只独播”策略。同年 4 月其首档独播节目《花儿与少年》上线，当日点击量 561 万次，完结后累计播放量达 2.2 亿，平均单期播放量高达 2,648 万。《花儿与少年第一季》上线至完结八周内共获得 30,270 条网媒关注度，760 万条微博提及量。

图表 8：《花儿与少年》前两季 CSM50 城市网收视率



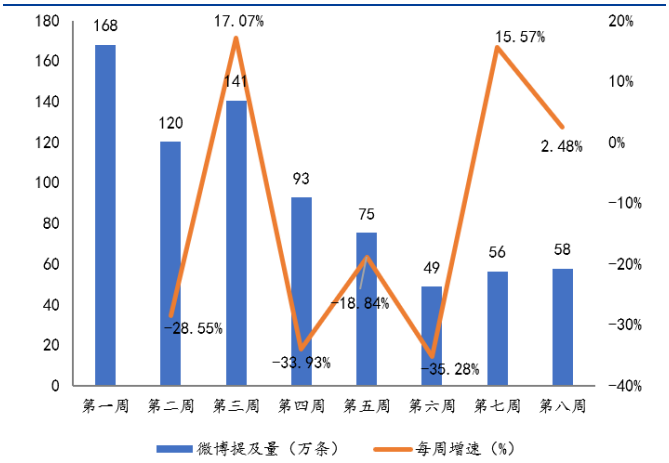
数据来源：中国广视索福瑞媒介研究（CSM）、华福证券研究所

图表 9：《花儿与少年第一季》上线至完结每周网媒关注度



数据来源：美兰德视频大数据、华福证券研究所

图表 10：《花儿与少年第一季》上线至完结每周微博提及量



数据来源：美兰德视频大数据、华福证券研究所

确立“独播”至今，芒果已经成为国内新媒体平台的主要玩家，而短时间内形成稳定的盈利是芒果必须考虑的因素。1）芒果 TV 为国有控股的新媒体平台。芒果天生带有国有资产保值增值的要求和压力，注定芒果无法采用互联网企业常见的烧钱战略吸引流量。2）芒果继承了湖南卫视观众基础和优质的内容制作能力。芒果 TV 将传媒观众转化为平台用户，对平台会员进行粉丝化运营，“独播”优质网综。据《媒体融合的芒果实践报告》，平台实现了**以 10%的成本创造 50%爆款的壮举**。艺恩数据显示，2021 年芒果 TV 自制综艺《披荆斩棘的哥哥》播映指数达 65.1；TOP51 自制综艺平均播映指数达 60.5，依靠自制能力和优质内容，**芒果 TV 播映超越爱奇艺，位列第二。**

图表 11：2021 年各平台播映指数 TOP5 自制综艺播映表现

平台	节目名称	播映指数	TOP5 自制综艺平均播映指数
腾讯视频	创造营 2021	70.0	62.6
	令人心动的 offer3	62.0	
	脱口秀大会 4	61.5	
	心动的信号 4	60.7	
	恰好是少年	58.7	
芒果 TV	披荆斩棘的哥哥	65.1	60.5
	乘风破浪的姐姐 2	61.5	
	再见爱人	60.3	
	密室大逃脱 3	59.1	
	妻子的浪漫旅行 5	56.5	
爱奇艺	青春有你 3	68.4	60.2
	萌探探探宝	62.1	
	一年一度喜剧大赛	59.0	
	爆裂舞台	55.9	
	最后的赢家	55.6	
优酷	这！就是街舞 4	63.2	52.4
	怦然心动 20 岁	50.7	
	同一屋檐下	50.4	
	奇妙之城	48.9	

我们恋爱吧 3	48.7

数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

2.2 从湖南台单向输入到台网双向打通，芒果 TV“独播”加速成长

2.2.1 导入期：湖南台助力芒果实现造血

2014 年独播战略开启，湖南卫视开始多维度向芒果 TV、芒果融合生态进行内容输送，二者走向深度互通。

内容资源上：初期导入，湖南卫视粉丝成为芒果的种子用户。2014 年以来，湖南卫视向芒果 TV 输送节目数量**约 150 档，累计时长超 2600 小时**。剧集方面，芒果 TV 拥有网络播出独家版权。湖南卫视在播放策略上也向芒果 TV 进行倾斜，尽管使得台端面临压力，仍选择推出“会员抢先看”，**打破以往“先台后网”惯例**。

“电视湘军”孕育芒果 TV，丰富的人才储备确保优质内容。1）依靠湖南广电内容制作团队，打造高热度自制网综。芒果运营初期，自制《明星大侦探》成绩斐然，上线两周便跻身全网年度综艺前十名，位居同年网综榜首。2）继承湖南卫视主持人团队优势。芒果 TV 利用自身的平台资源，召集湖南卫视的多位当家主持，开创多档为主持人定制的个人网综，收效显著。

图表 12：湖南卫视主持人参与或主持的芒果 TV 网络综艺

湖南卫视主持人	节目名称	首播时间	累计播放量（亿）	总弹幕数（万条）	豆瓣评分
何炅	明星大侦探	2016 年 3 月 27 日	29.7	22	9.3
谢娜	妻子的浪漫旅行	2018 年 8 月 15 日	25.0	24	6.7
杜海涛 沈梦辰	女儿们的恋爱	2019 年 1 月 23 日	14.1	28	6.5
何炅 谢娜	朋友请听好	2020 年 2 月 19 日	28.2	42	8.1
杜海涛	说唱听我的	2020 年 6 月 7 日	18.2	31	6.5
齐思钧	乘风破浪的姐姐	2020 年 6 月 12 日	52.1	49	6.7
李维嘉	再见爱人	2021 年 7 月 28 日	14.0	28	8.9
沈梦辰、齐思钧	披荆斩棘的哥哥	2021 年 8 月 12 日	58.7	101	7.3

数据来源：骨朵影视、华福证券研究所

2.2.2 成熟期：台网双向打通，实现反哺

2018 年台网内容开始双向打通。2018 年湖南卫视定制引入芒果 TV 头部 IP《明星大侦探》，并推出《我是大侦探》，实现网综向台综 IP 输出，进一步放大原有 IP 价值；2019 年湖南卫视推出“青春风向飓”时段，特供芒果 TV 优质内容播出，金鹰独播剧场也开辟定制渠道，支持芒果系自制剧播出。

宣传资源上：资源互通，双品牌宣传。1）卫视王牌节目向芒果 TV 全面开放。湖南卫视多次邀请芒果 TV 热门综艺嘉宾参与节目录制，宣传覆盖节目 20 余档。2）品牌充分露出。所有与芒果 TV 共享版权的电视剧宣传片、预告片的显著位置，均有芒果 TVApp、mgtv.com、芒果 TV 上线预告条，节目结尾、版权页 ID 显著位置标注芒果

TV 标识与网址，外宣物料上湖南卫视与芒果 TV 的 logo 并列出现。3）所有项目发布、艺人采访直播等均**以芒果 TV 为第一平台。**

签订节目网络传播权采购协议，抢夺优质内容资源。2017 年芒果超媒子公司快乐阳光采购湖南台 2017 下半年全部电视节目转播权，并协商确定半年度采购价格为 **2.06 亿元**。根据双方签订的协议，快乐阳光 2018 年、2019 年、2020 年购买湖南台境内节目网络传播权，对价分别为 **4.51 亿元、4.96 亿元、5.46 亿元**，以 2017 年为基数，**每年增幅比例 10%**。根据协议，快乐阳光每年将采购约 20 档湖南台综艺。

软广联合招商，分成大幅提升，2017 年快乐阳光获分成收入 3.31 亿元。

2017 年，湖南卫视与快乐阳光开展软广联合招商。湖南卫视及芒果 TV 上为客户联合提供涵盖传媒资源与新媒体平台的广告服务。

合作收入分配的具体方式为 D=R*V/(V+A)。1）基于每档节目快乐阳光的平均每期点击量 V，和湖南卫视平均每期覆盖人数 A，确定快乐阳光的分成比例 V/(V+A)，得出快乐阳光的税前收入 D；2）确定每档节目在芒果 TV 和湖南台同时播出的软广形式；3）基于广告总公司与广告客户签订的合同金额（扣除代理费），确定每档节目可分配的软广总金额 R。

图表 13：2017 年湖南卫视和芒果 TV 单位流量价值测算

渠道	每期 15S 贴片广告平均价格（万元）	平均每期覆盖认出/点击量（万）	单位覆盖人数/点击量对应广告价值（元）
湖南卫视	160.00	6367.90	0.025
芒果 TV	75.93	3410.30	0.022

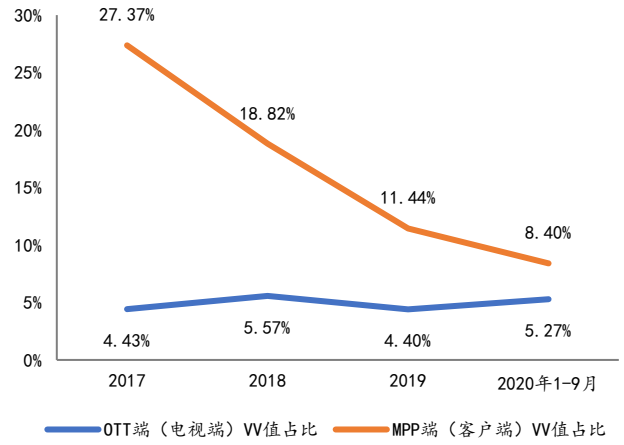
注：以 2017 年快乐大本营节目中的 15S 贴片广告形式为例的测算结果

数据来源：公司公告、华福证券研究所

续签采购协议，延续芒果 TV 内容竞争优势。2020 年 12 月，快乐阳光与湖南台续签，购买 2021-2025 年期间的网络传播权。协议规定**采购价格**与 2020 年保持一致，即 **5.46 亿元**。由于演员限薪令，将取消每年 10%的价格增幅。协议约定如合同期内湖南卫视出现市场公认的现象级爆款节目，则在节目存续期内，当年采购价较上一年上涨 10%。

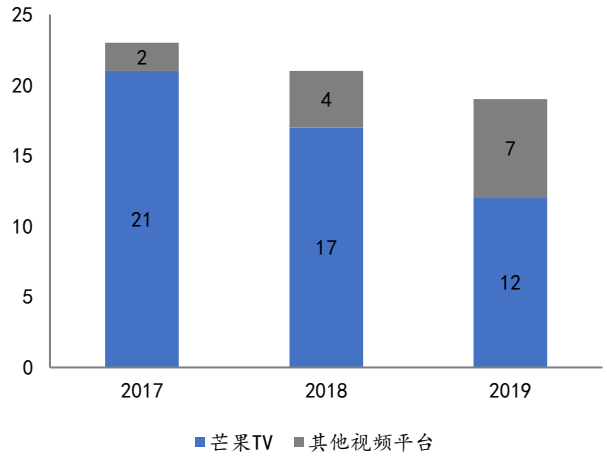
本次版权采购协议的续签，丰富了芒果 TV 内容库，满足用户的多元化需求。根据协议，湖南卫视版权内容在芒果 TV 的 MPP 端 VV 值占比逐渐下降，湖南卫视向芒果 TV 提供的剧集资源从 17 年 21 部降至 19 年 12 部，占比**从 91%下降到 63%**，反映出平台更加依靠优质的自制内容。

图表 14：湖南台版权内容在芒果 TV 的 VV 值占比



数据来源：公司公告、华福证券研究所

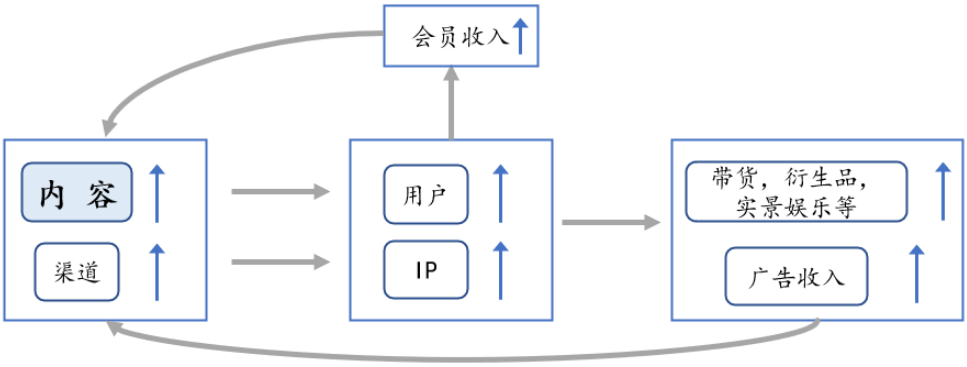
图表 15：湖南卫视剧集资源向视频平台输出比



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

三、 从 1-N 的壮大：商业模式不断升级，平台生态愈发纯熟

图表 16：芒果超媒以内容为核心的商业模式

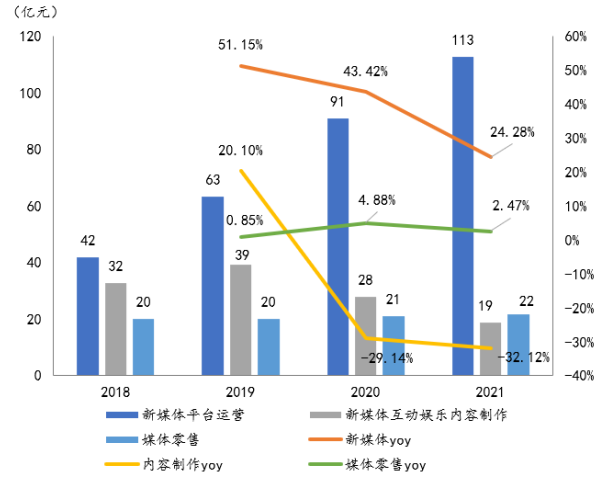


数据来源：华福证券研究所

芒果 TV 形成自制为主，湖南台输入及外购为辅的内容结构。1）公司以芒果 TV 为核心，逐步完善各分支板块。形成包含全媒体内容制作与发行、艺人经纪、新媒体平台运营及移动应用开发的一体化、开放性的生态系统。2）媒体内容产出独立化。芒果超媒从初期接受湖南台扶持到逐步减少依赖，并进行反向输出。

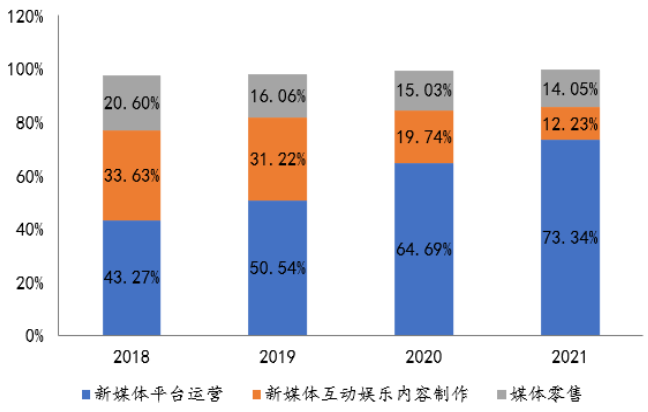
以内容为核心，形成多元化创收。2021 年芒果超媒实现营业收入 153.56 亿元，实现净利润 21.14 亿元。1）公司核心主业互联网视频业务（广告+会员+运营商业务）保持稳健增长。2021 年实现营收 112.61 亿元，同比增长 24.29%。2）会员付费与广告付费的双增长。芒果 TV 坚持以内容为核心，优质的内容是会员数、投广数、衍生品销售的基础，吸引投资助力内容制作，形成飞轮效应。3）全牌照助力运营商业务创收。通过“一云多屏”的全渠道覆盖，在 PC 端与移动端之外抢占大屏市场。4）公司完善的生态系统能够从内容电商、新媒体内容制作与发行等多个方面实现盈利。

图表 17：2018-2021 年芒果超媒营收情况



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 18：2018-2021 年芒果超媒营收构成

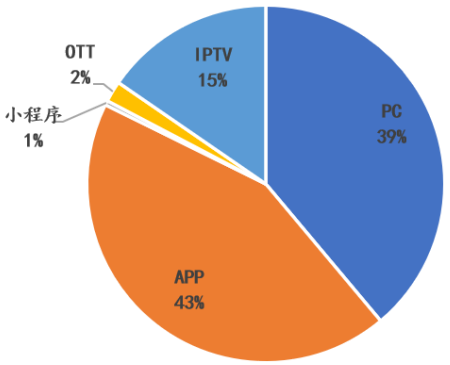


数据来源：公司公告、华福证券研究所

3.1 多渠道杠杆放大内容优势，并提高收视、IP 价值

借力牌照优势，卡位大屏市场。1）芒果 TV 是唯一具备两张运营商业务牌照的视频平台。芒果 TV 是湖南广电 IPTV 和 OTT 牌照的实际运营方，依靠牌照优势，**芒果 TV 成为全行业第一家实现“大小屏”全终端覆盖的视频媒体。**2）成立智慧大屏中心，进一步扩大覆盖人群和影响力。2019 年，公司整合运营商网络中心与智能硬件中心，截至 2020 年 7 月，芒果 TV IPTV 端和 OTT 端流量**占比共 17%**。

图表 19：2020 年 7 月芒果 TV 渠道流量占比分布

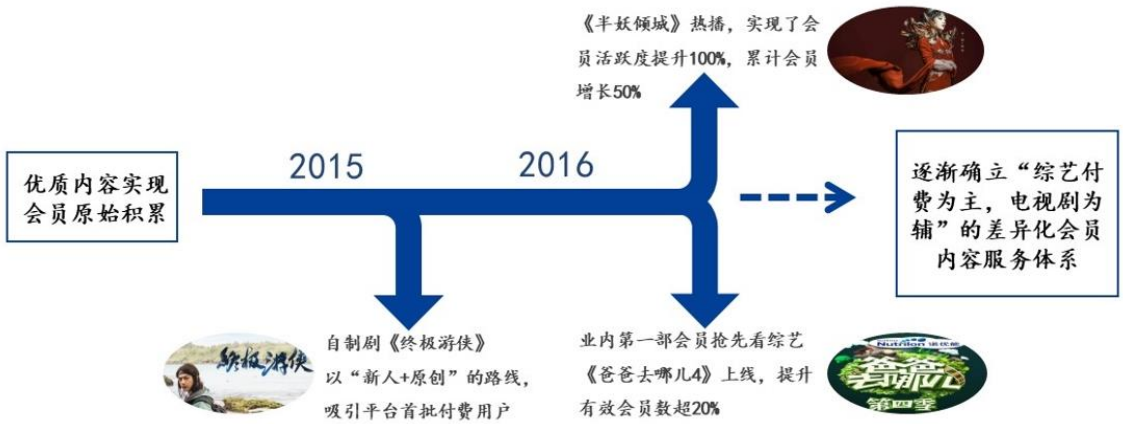


数据来源：QuestMobile、华福证券研究所

大屏市场进一步升级，打造全国最大家庭广告流量平台。1）IPTV 端三大痛点导致广告收入低于 OTT 端：分省割裂、数据不透明及用户画像不清晰。为了改善 IPTV 弊端，2021 年 4 月公司聚集全国 22 个新媒体公司，启动大屏聚宝盆业务，搭建智慧大屏广告平台。2）通过打破渠道和地域壁垒加速释放大屏营销新价值。平台为市场渗透与用户忠诚度提供坚实基础，从而实现广告收益高效增长。截至 2021 年底，智慧大屏业务已覆盖 31 个省级行政区域，是公司布局 5G、客体经济的重要支撑点。

3.2 会员收入：会员运营精细化、拥抱互联网粉丝经济

图表 20：芒果超媒会员营销发展初期



数据来源：公司公告、华福证券研究所

差异化运营推动会员进一步增长。围绕用户进行差异化运营，成为会员付费规模的新增长点。

1）制作综艺衍生节目，内容驱动会员拉新。多样化的衍生内容增加节目的 IP 价值；

2）多元互动探索分层付费。2019 年 1 月 18 日，芒果 TV 布局互动剧领域，针对会员用户推出推理微剧《明星大侦探之头号嫌疑人》，首次实现“边看边玩”的互动推理模式，并围绕会员用户定制差异化的互动权益，**提升会员用户留存率与活跃度**；

3）搭建数据平台，精准把握会员发展方向。2016 年 7 月芒果 TV 开始组建会员产品技术团队，精准指导会员发展策略的制定。2017 年至 2019 年，芒果 TV 会员数猛增，**截至 2021 年，付费会员达 0.5 亿人**，实现**会员收入 37 亿元**；

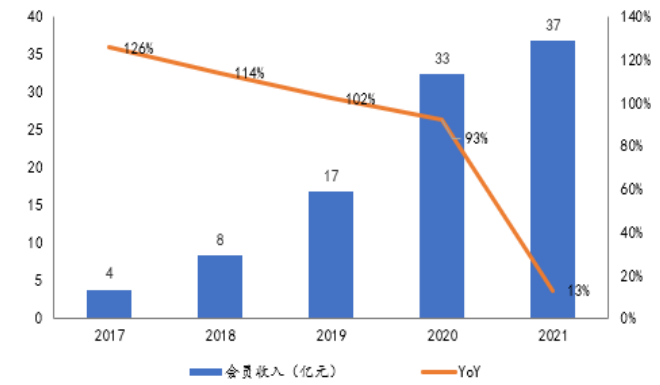
4）线上线下联动，丰富会员权益体系。芒果 TV 围绕“1+9 超能量会员权益矩阵”战略，以顶级内容集群为核心，九大线下活动新概念为依托，扩充会员权益体系。

图表 21：2017-2021 年芒果 TV 付费会员情况



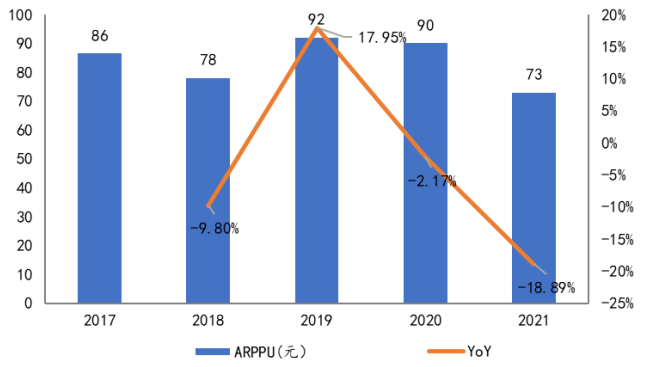
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 22：2017-2021 年芒果 TV 会员收入情况



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 23：2017-2021 年芒果 TV 付费会员 ARPPU 值及变动



数据来源：公司公告、华福证券研究所

3.3 广告收入：聚焦垂类用户，品效合一提高客户投放意愿

芒果 TV 能够同时覆盖电视端和网络端的营销需求，精细化定制策略解决广告营销单一化弊端。1）芒果 TV 通过定制化广告，不断打磨广告体系。根据客户的营销周期、自身资源、品牌特性、产品内容特性，再结合艺人为客户创造场景化的内容营销。如美汁源通过《花少 2》“灵犀”广告平台的曝光量达 8%，远超行业一般水平，点击率更高达 10%，超过一般广告 3 倍。2）芒果通过广告产品“灵犀”为客户美汁源定制深度营销方案。将节目与广告高度融合，满足广告植入，打通电商功能。

芒果 TV 广告用户头部效应趋势日显。2021 年，公司广告业务收入突破 50 亿元大关，达 54.53 亿元，同比增长 31.64%。依托稀缺的头部作品保障广告收入稳健增长，头部大客户全面合作持续深入，新老客户市场不断拓展，广告业务实现超速增长。

音综、当代剧最受品牌欢迎，饮料行业稳坐近一年剧综赞助市场头把交椅。1）饮料行业投广金额位居第一。2021 年饮料行业业绩丰收，广告预算稳增，全年中国饮料类累计销售额达 2808 亿元，同比增长 20.4%。2）饮料品牌植入时长领跑其余行业，与去年相比，饮料品牌在综艺节目中的植入时长同比增长 22.7%。音乐、竞技及舞蹈类综艺和犯罪、家庭题材剧集较**受头部饮料品牌欢迎**。3）饮料头部品牌剧综植入时长呈上升趋势。其中伊利金典综艺植入时长同比增长 126.6%，元气森林同比增长高达 697.7%；农夫山泉稳居剧集植入时长第一，伊利金典剧集植入时长同比增长 7875.6%。

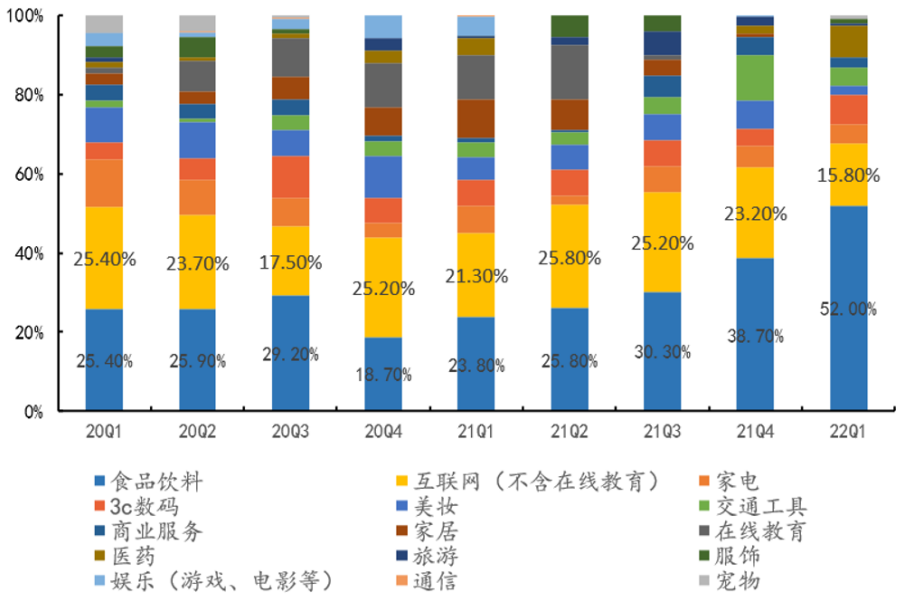
图表 24：近一年综艺植入露出时长饮料品牌对比



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

芒果 TV 广告客户以日化类为主，行业利润率高，投广预期稳定。1）2020-22Q1，食品饮料与互联网品类投广占比共超 50%。食品饮料占比逐渐扩大，由 20Q1 的 25.40%升至 22Q1 的 52.00%；互联网品类占比逐渐降低，从 20Q1 的 25.40%降至 22Q1 的 15.80%。2）宏观经济对家电、旅游、汽车等投广预算收缩影响较大，对日化品影响较小。疫情反复叠加经济周期因素，使家电、旅游等行业需求遇冷，而日化用品这类刚需产品受影响较小，供需结构稳定，总体利润高，广告预算较充足。3）广告客户行业结构分散，有效应对投广风险。芒果广告客户涉足美妆、数码、医药等多行业，有效调节“双减”政策下在线教育投广减少带来的影响。

图表 25：20Q1-22Q1 芒果 TV 广告客户占比

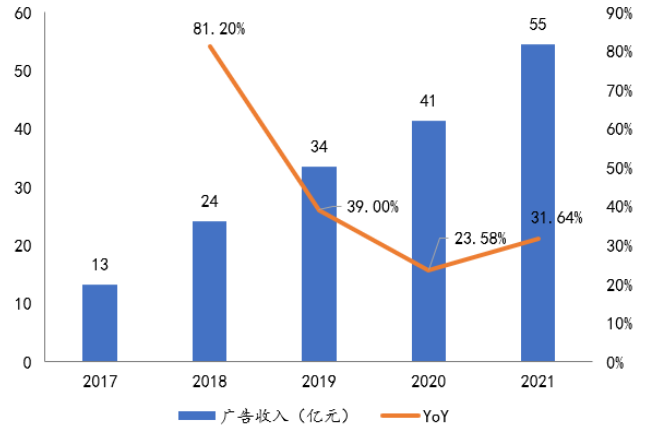


数据来源：芒果 TV APP、艺恩数据、华福证券研究所

芒果 TV 自制头部综艺招商金额创新高。1）广告商体量稳步增长。在上线 40+档自制综艺节目中，《乘风破浪的姐姐 2》招商金额创行业之最。以《向往的生活》、《大

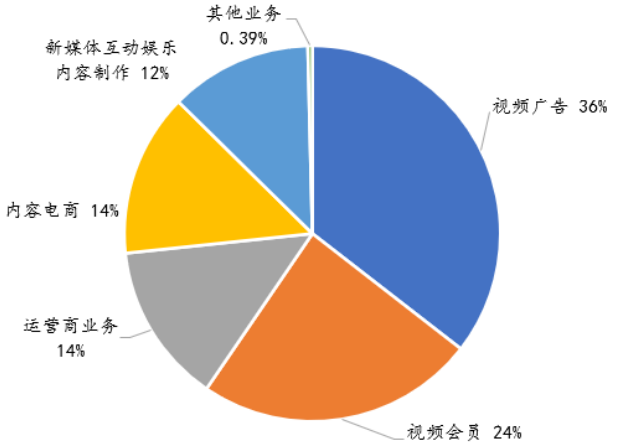
侦探》、《乘风破浪的姐姐》、《披荆斩棘的哥哥》等 IP 为代表的综 N 代项目成为行业常青树。2）实现广告创收新增值。通过构建全域广告营销体系、定制综艺以及“大芒计划”，持续赋能高价值 IP，**打造“IP+明星+头部 KOL+综艺”全新直播带货模式。**

图表 26：2017-2021 年芒果 TV 广告收入及变动



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 27：2021 年芒果传媒总收入中视频广告占比

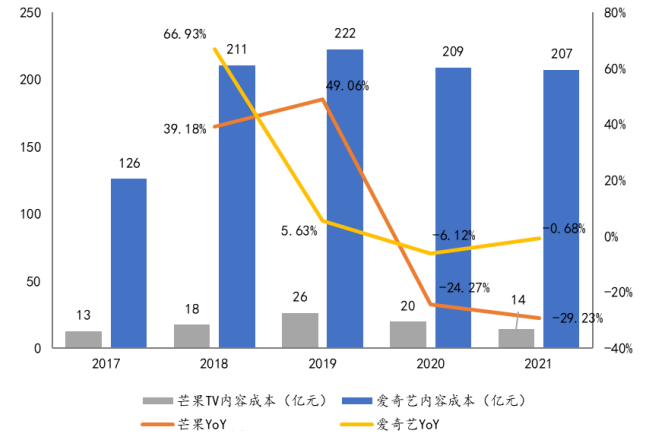


数据来源：公司公告、华福证券研究所

3.4 内容体系保证成本可控，行业监管再度优化成本结构

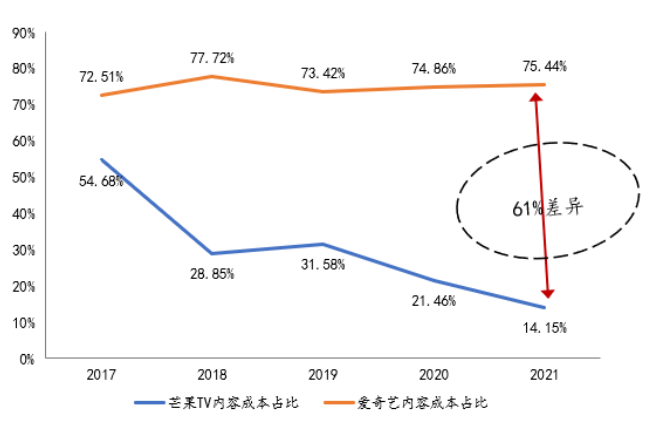
大批量高质量内容支撑芒果 TV，避免前期大规模采购版权的高额成本。1）湖南广电体系制作人共享降低人工成本，内容成本低于爱奇艺。芒果 TV 依靠工业级内容制作能力，形成一体化生态产业链，内容成本支出可控，形成高 ROI 模式。爱奇艺 2019-2021 年内容成本分别为 222 亿元、209 亿元、207 亿元，占总营业成本比重 73.3%、74.9%、75.3%。**芒果 TV 2019-2021 年版权及制作成本为 26 亿元、20 亿元、14 亿元，占总营业成本比重 31.6%、21.5%、14.2%。2021 年芒果 TV 内容成本占比较爱奇艺低约 61%。**

图表 28：2017-2021 年芒果 TV 与爱奇艺内容成本及变动



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 29：2017-2021 年芒果 TV 与爱奇艺内容成本占总营业成本比例



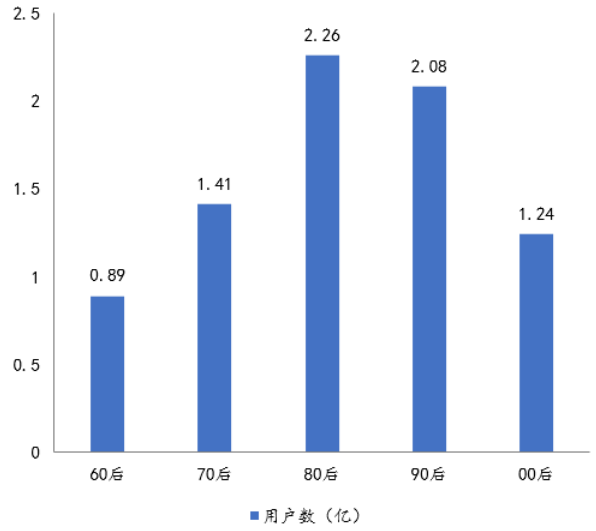
数据来源：公司公告、华福证券研究所

从用户画像看，在线视频男女用户比例相对均衡。年龄段主要集中在 90 后与 80 后，三线城市用户占比最高。

芒果向男性用户破圈。1）各剧种女性用户均超 60%。截止 2021 年，分账剧用户

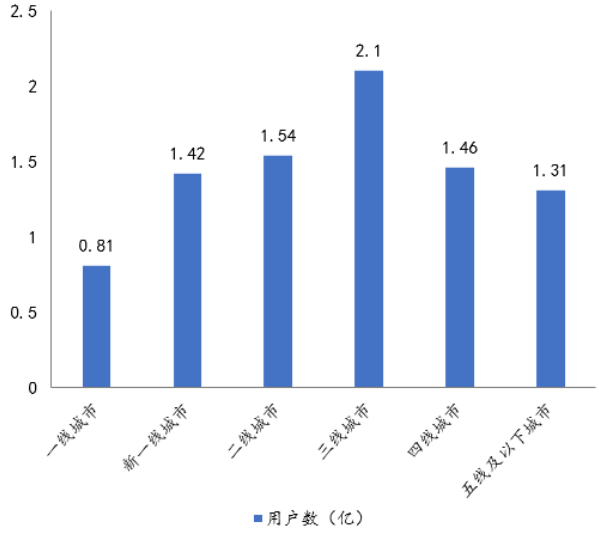
平均年龄为 27.6 岁，女性占比 65%，略高于连续剧；独播剧女性用户占比较高，达 71%。2）季风剧场通过探索悬疑、都市、科幻等男性向题材推动用户破圈。以《猎狼者》为例，其反盗猎题材具有鲜明的男性用户定位，实际用户画像上呈现相似特征，其中男性观众 TGI 达到 170，占比高达 82.57%。

图表 30：2021 年在线视频行业用户年龄代际



数据来源：QuestMobile、华福证券研究所

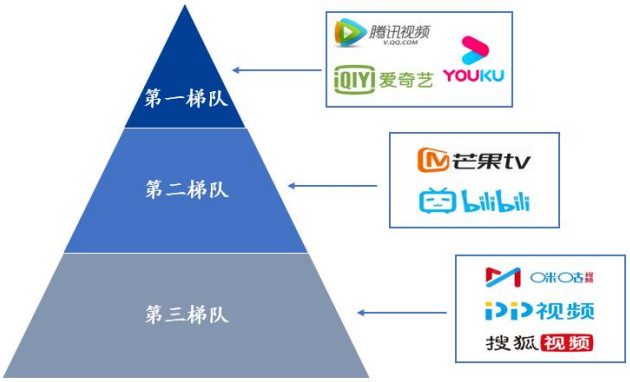
图表 31：2021 年在线视频行业用户城市分布



数据来源：QuestMobile、华福证券研究所

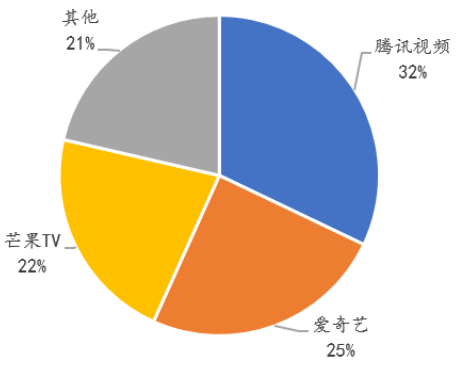
在线视频行业格局改善，芒果 TV 网综市占率持续提升。根据 2021 年平均月活跃用户规模角度看，芒果处于第二梯队。艺恩数据显示，**2021 年，芒果 TV 的独播网综占总量的 21.86%**，仅次于腾讯视频的 32.09%与爱奇艺的 24.65%。

图表 32：2021 年在线视频行业梯队分布



数据来源：Mob 研究院、百度百科、华福证券研究所

图表 33：2021 年网络综艺播放平台市场竞争格局

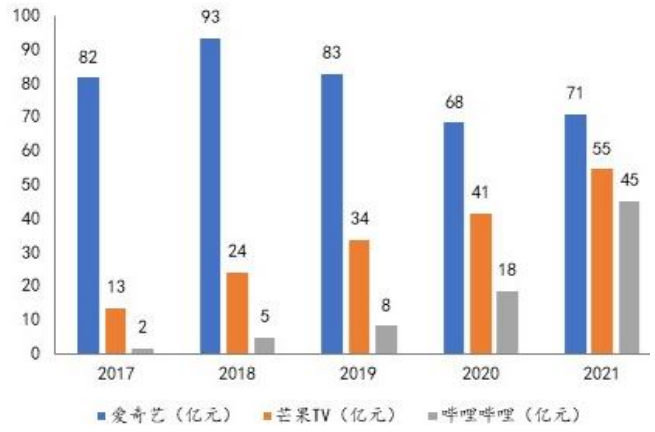


数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

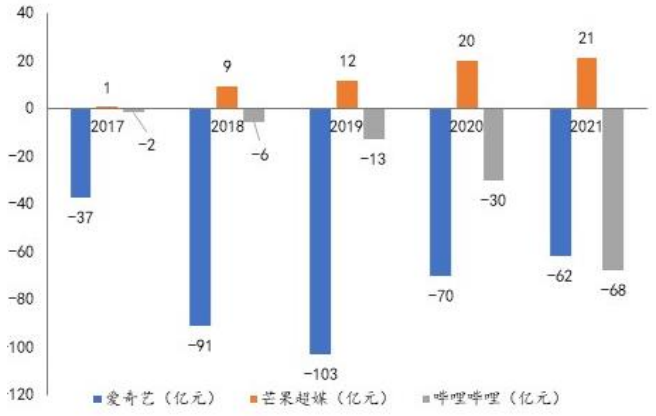
从用户规模看，第二梯队会员数量仍有较大增长空间。芒果 TV 紧紧围绕“青春”、“都市”、“女性”进行创作布局，差异化的垂直定位使其平台调性鲜明，与优爱腾主流平台实现区隔，**成为目前唯一实现盈利的在线视频平台。**

图表 34：爱奇艺、芒果 TV、哔哩哔哩广告收入对比

图表 35：爱奇艺、芒果 TV、哔哩哔哩净利润对比



数据来源：公司公告、华福证券研究所



数据来源：公司公告、华福证券研究所

互联网平台投资逻辑从追求用户高增长逐步变为更看重平台盈利能力。移动互联网用户进入存量阶段后，互联网平台内部的精细化运营能力、费用控制能力，变得更为重要。

长视频领域正摆脱“烧钱”困局，反映出行业成本下降、单用户 ARPPU 提升，以及政策监管带来的正向效应。22Q1，爱奇艺基于 non-GAAP 准则的运营利润为 3.3 亿元，利润率 4%，首次实现季度盈利，腾讯、优酷等平台亏损也在持续收窄。

成本端：内容制作、采购成本不断降低。22Q1 爱奇艺内容成本为 44 亿元，同比下降 19%；目前，芒果预计 2022 年内容支出 70-80 亿元左右，与 21Q3 预计的 90 亿元相比，成本正悄悄缩减。

收入端：会员提价趋势明显，ARPPU 具备长期提升基础。爱奇艺 21Q4 二次提价后，ARPPU 达 14.16 元，同比/环比增加 14%/4%；腾讯于 2Q21 进行提价，会员数无下降趋势，Q2 为 1.25 亿，同比/环比增长 9%/0%，Q3 为 1.29 亿，同比/环比增长 8%/3%，并于 2022 年 4 月再次提价；芒果 2022 年 1 月提价。

政策端：2021 年以来，系列政策引导行业回归良性发展。网信办、广电总局、中消协等监管机构进一步加强对娱乐行业的整治，打击天价片酬，利于内容行业长期发展，平台有效降低明星成本。

四、 芒果模式已成，独特性不可复制

4.1 综艺优势稳固，剧集向上突破

4.1.1 综艺市场冷却，不改芒果亮眼表现

22Q1 综艺市场遇冷，播放综艺总量仅有 77 部，相比 2021 年下降 10 部。其中，**电视综艺数量下降明显，减少了 19 部，**网络综艺则同比上涨；播映热度方面，网络综艺播映热度高于电视综艺，但整体均较去年同期下滑。

综艺市场遇冷或为疫情+政策收紧+内容门槛提高等综合因素叠加所致。

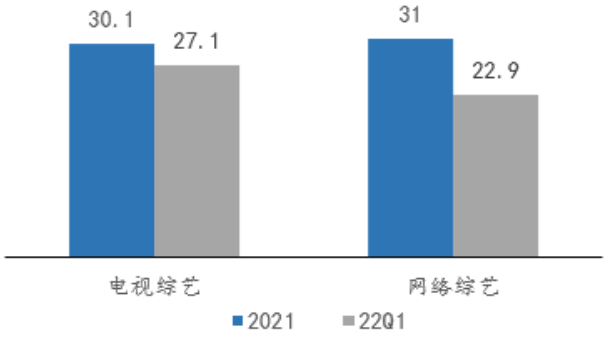
1）综艺政策收紧，截止 2021 年，全平台综艺产量连续三年下降。流量炒作、过度娱乐化等不良趋势得到有效遏制。

2）综艺内容门槛提高，用户更关注内容价值。综艺制作人需花费更多时间与成本打磨适应时代需求的产品，流水线式“综艺”时代落幕。艺人艺能感缺失、内容缺乏创新、广告植入生硬使观众“加速离场”。

3）短视频抢夺流量，投广聚焦短视频赛道。随着抖音 DAU 破 6 亿，快手 DAU 超 4 亿，用户在短视频上的娱乐时间已超过即时通讯。短视频早已从占据碎片化时间，转为占据 30+分钟的成段时间，客户加深对短视频营销曝光效率的认可。

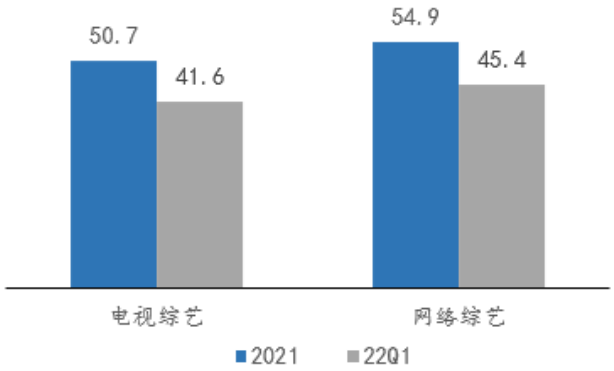
综艺市场整体招商乏力，广告投放突破有新机。1）22Q1 综艺市场投放品牌数为 139 个，对比去年 204 个，同比下滑 31.8%。2）广告商谨慎出手，投资规模锐减。经济压力导致品牌方营销预算减少，叠加综艺内容缺乏创新度，考虑收视与转化率，品牌投资担忧加剧。3）投资人开始由整季合作转为单期合作。如《毛雪汪》就进行了宜家单期探店的合作，单期投广成本仅 200-300 万。4）微综艺、短视频平台综艺亮相。微综艺形式背靠付费会员，走分账路线，场景布设更简易，减轻招商压力；短视频综艺吸引小额投广。

图表 36：2021&22Q1 综艺播映指数平均数



数据来源：艺恩数据《2022Q1 综艺赞助市场研究》、华福证券研究所

图表 37：2021&22Q1 综艺 TOP10 播映指数平均数



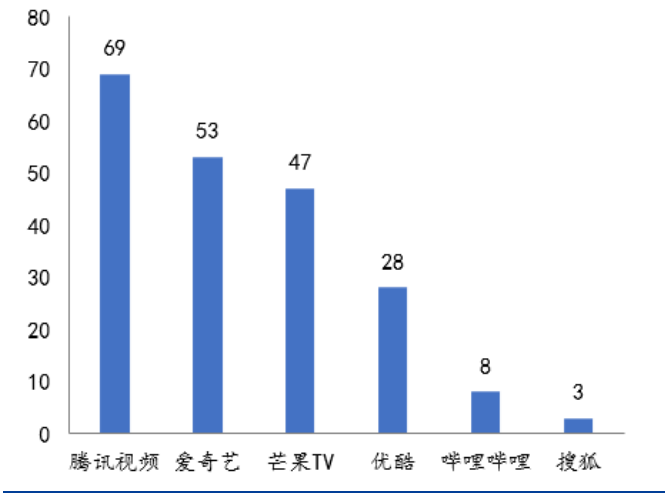
数据来源：艺恩数据《2022Q1 综艺赞助市场研究》、华福证券研究所

芒果综艺战绩可喜，“逆风双打”招商吸金夺目。

1）2021 年芒果 TV 上线**超 40 档自制综艺节目**。艺恩数据显示，2021 年**芒果 TV 独播网综 47 部，**播映指数 TOP10 中芒果独占三席，前五中占据两席；在 2021 年 TOP10 影响力综艺中，芒果作品独占 1/3。

图表 38：2021 年各平台独播网络综艺数量分布

图表 39：2021 年播映指数 TOP10 综艺节目



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

2）2022 芒果鉴赏会**发布 50 个综艺项目**，推陈出新，引人瞩目。

3）2022 年 4 月，热播综艺品牌植入榜前五名中，芒果强势占据三席。《声生不息》拿下 9 个品牌合作，成为今年综艺招商中的“顶流”，令市场看到新希望。《向往的生活 6》官宣海报中共 8 大品牌在列，吸金能力依然强悍。《我的女儿出嫁了》拿下 6 大品牌，成意外惊喜，或系情感类综艺引发观众共鸣相关。

图表 40：22Q1 芒果 TV 综艺招商情况对比

综艺	招商品牌	数量
声生不息	君乐宝简醇酸奶、三星、美赞臣蓝臻、中国移动、王老吉刺柠吉、岚图汽车、李锦记、绿箭口香糖、京东	9
向往的生活 6	蒙牛特仑苏、鲜的蕊了、火星人集成灶、七猫、道道全、容声冰箱、绿源电动车、奥克斯	8
我的女儿出嫁了	君乐宝悦鲜活、淘特 app、海天酱油、广汽传祺、酒鬼酒、百岁山	6
大侦探 7	京东、伊利安慕希、soul	3
朋友请听好 2	康师傅青梅绿茶、soul	2
春天花会开	海天黄豆酱	1
春日迟迟再出发	海普诺凯 1897（奶粉）	1

数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

芒果新综艺吸引力基于团队+推广+内容。1）继承湖南卫视高质量制作团队。2）国有资本助力。芒果独有的股权结构能多维度的进行综艺宣传，宣传力度广，认可度高。3）以政策导向为基，顺应时代潮流，传播优质健康内容。2014 年后，流量明星综艺逐渐失去热度，综艺内容更贴近观众生活，传播正能量，与观众引发情感共鸣从而提高内容认可度。如《声生不息》节目以歌载情，蕴藏家国情怀与个人情感记忆，注入文化符号，加强综艺的文化与情感链接。

综 N 代节目口碑逆转，内容与呈现形式突破。1）内容需与观众焦点、综艺市场热点、社会和时代的话题点保持同频共振。如《密室逃脱》系列，剧本设计紧跟潮流，

源于生活，反照现实，持续输出新鲜感。而节目在底层逻辑上始终保持着自身不变的独特风格和价值内核，口碑持续向好，成为综 N 代革新标杆。2）呈现形式创新。《密逃》在固定嘉宾上创新“飞行嘉宾”玩法，以新面孔打造新亮点，持续引爆话题热度。《姐姐 3》定制化分类舞台，出道位不再固定，赛制创新。3）IP 价值延伸，综艺与线下产业结合。《向往的生活》、《亲爱的客栈》等一众节目，都已将综艺内容与文旅产业结合，《明侦》则独辟蹊径，开设线下剧本杀体验店——芒果 M-CITY。

图表 41：芒果 TV 代表性综 N 代 IP



数据来源：芒果 TV APP、华福证券研究所

2022 年综艺出新突破次元，概念题材引人注目。

1）双平台综艺立足生活，弘扬正能量。2022 年预计上线《反诈军师联盟》，为**全国首档全民反诈教育节目**；《声生不息——宝岛季》将接力港乐篇，促进两岸交流，提升文化自信；《会画画的少年》另辟蹊径，聚焦美术生领域；《学长请指教——百辩青春》知识类养成系节目，关注青少年成长；《天下弟医》养成中医年轻偶像，弘扬中医文化；《夏日哼哼哼》首档夫妻经营题材，解锁线下“快乐牧场”，有望成后疫情时代解压新风尚。

2）定制类综艺创新十足。《国牌研究院》旨在挖掘国品，培养国货，塑造国牌；《美好的集市》**立足乡村振兴**，花样集市兜出美好生活；《城市中的桃花源——街巷里的中国》探索闹市中的宁静，街道改造重拾儿时回忆。

3）首档元宇宙综艺破圈——《意想不岛》。**全民参与，共建世界：**节目向全民投放限量 NFT 密钥，持有者可前往虚拟小岛探秘冒险，共筑生态，呈现众创综艺内容。**节目模式突破想象：**节目共投放 1 万张密钥，前 6 位获得者成为头号玩家，通过系列关卡赚取“不倒币”，在狂欢夜上为 1 万玩家举办音乐派对。**技术+交互+IP 共同支撑：**虚拟引擎搭建元宇宙世界，以 VR 技术实现沉浸式交互；AI 打造线下同款游戏，发售数字通行证，赋予玩家真正价值；芒果经典 IP 化身元宇宙世界 NPC。

图表 42：2022 年双平台综艺节目出新



数据来源：芒果 TV“逆风双打”招商会、芒果 TV APP、华福证券研究所

2）2022 年芒果 TV 综艺排播预计达 35 部，相较 2021 年 20 部有较大提升，节目类型更加丰富。包括《声生不息》、《姐姐 3》、《密室大逃脱 4》、《哥哥 2》在内多部 S+大制作综艺。

3)《乘风破浪的姐姐 3》首期收视超预期。**播放量破前高：**上线首日播放量破 1.36 亿，正片播放市占率为 36%，超《姐姐 1、2》；开播 7 天，首期节目累计播放量 6.4 亿，超《姐姐 1、2》前七日累计播放量 4.9/5.1 亿，播映指数达 63.8，位列同期综艺第一。**热度火爆：**上线后，全网热搜 695+次，首播微博主榜热搜 70+次。**口碑超越：**目前豆瓣评分 6.8，超《姐姐 1、2》6.7/5.1 分。

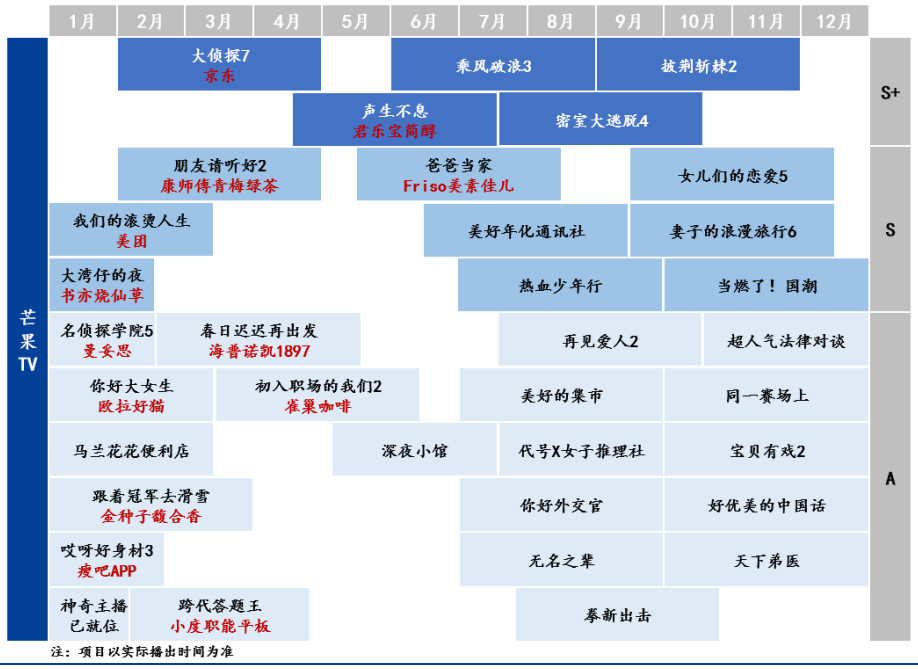
4）聚焦文化属性，《声生不息》有望助力公司营收增长。在香港回归 25 周年之际，芒果 TV 与香港无线电视联合制作《声生不息》，以音乐为媒介献礼，承担起强化粤港澳大湾区的价值认同、情感认同、时代趋势认同的价值意义。首播后网络播放量快速破亿，横扫各大榜单，有望成为爆款。

图表 43：2021 年芒果 TV TOP10 综艺播出情况对比

综艺名称	累计播放量（亿）	播映指数	最高豆瓣评分	总弹幕数（万）	官微粉丝（万）
披荆斩棘的哥哥	58.7	10.53	7.4	101	37.5
乘风破浪的姐姐 2	46.2	11.22	6.1	41	101.1
明星大侦探 6	43.2	14.61	9.2	67	457.2
妻子的浪漫旅行 5	35.8	9.88	5.6	21	25.4
女儿们的恋爱 4	25.9	8.69	4.9	34	28．0
密室大逃脱 3	24.4	10.43	7.1	41	110.5
说唱听我的 2	18.1	8.98	4.6	29	12.7
听姐说	16.4	6.18	4.5	5	29.1
再见爱人	14.0	9.45	8.9	28	4.8
初入职场的我们	10.3	6.47	5.7	11	24.5

数据来源：骨朵数据、艺恩数据、华福证券研究所

图表 44：2022 年芒果 TV 综艺排播情况



数据来源：星联互动、华福证券研究所

4.1.2 剧集“季风剧场”注重题材开创性，观众共鸣度，传播好剧社会价值

1）2021 年芒果影视剧广受好评。截至 2021 年底，芒果自有影视制作团队共有 29 个，未来将持续自建后期团队，在剪辑、调色等工作上更具时效性。**芒果 TV 全年上线各类影视剧 170 部，其中重点影视剧 55 部，“大芒计划”微短剧 84 部**。季风剧场在业内率先打破流量依赖、反长剧注水、颠覆传统制播，连续推出 9 部高品质、高创新精品短剧，4 部剧集豆瓣评分达 7 分以上，为豆瓣平均分最高的剧场。

2）微短剧向阳向上，成未来破圈新方向。芒果 TV 2019 年底成立“大芒计划”部门，2021 年升级为一级战略部门。“大芒计划工作室”现在有微短剧、轻综艺、创作者三部分业务。**目前短剧用户以 18-35 岁女性为主，占比 70%**。短剧主攻方向为情感类无限流及有思想深度的古装类。微短剧需要系列化和类型化。微短剧优势为客户可以利用情节、环境、关键道具进行品牌植入，用户自然化接受信息。**2022 年短剧预算将占“大芒计划”整体预算的 50%。**

图表 45：“大芒计划”微短剧分账模式

级别	单价（元）	类型	单集时长	版权	分账周期	授权期
S+	2.5（保底金额以实际洽谈为准）	横屏	8-15 分钟	独家	项目更新期+90 天	三年
S	2.5	不限	2-15 分钟			
A	2					
B	1					
C	0.5			非独家		

数据来源：大芒计划公众号、华福证券研究所

3）2022 年季风剧场将**带来 10 余部匠心巨作，以“四强一度一关照”为核，即**

“强话题、强情节、强共情、强结构”“有温度”“现实主义关照”。本年度剧集坚守创作、尊重用户、致敬时代与人性，其中不乏《非凡医者》，聚焦医疗行业的纷纭百态；《大宋少年志 2》描写少年壮志，为国奋战的豪迈；《妻子的选择》关注女性成长；《张卫国的夏天》讲述中年困境下的突破等作品。

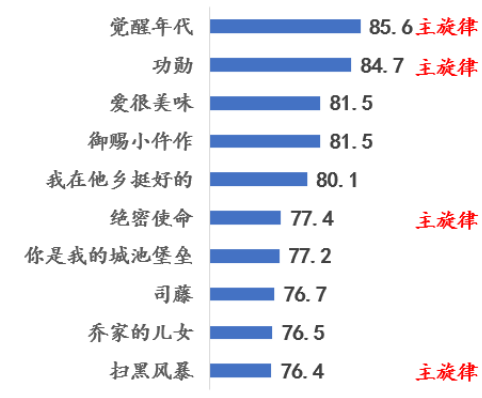
图表 46：2022 双平台部分剧集鉴赏



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

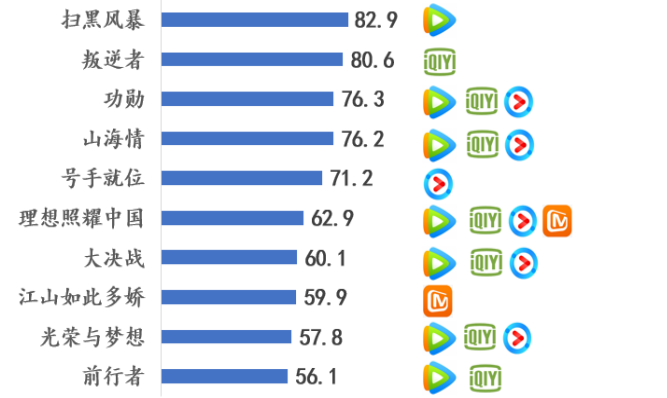
3）2022 年双平台黄金档拟**带来近 30 部 S 级、A 级剧集，关注时代价值与记忆**。剧场将坚持“更从容、更多元、更现实”的轻熟风，深耕精品内容，台网同频共振，如《凭栏一片风云起》重现历史变迁，《少年派 2》关注青年成长，《重中之重》致敬全国 2 亿技能劳动者。此外，芒果 TV 自制剧《江河日上》以环境保护为题；《来北京》则关注大城市奋斗生活，以及《落花时节又逢君》等剧也有望成为爆款优选。

图表 47：2021 年好评度 TOP10 剧集



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

图表 48：2021 年主旋律剧集播映指数 TOP10



数据来源：艺恩数据、华福证券研究所

图表 49：2022 年芒果 TV 已播出电视剧

2022 年已播出电视剧						
名称	类型	上线时间	累计播放（亿）	定位	播出信息	主演
尚食	古装美食	2022/2/22	23.3	头部现象	独播网剧	许凯、吴谨言
沉睡花园	都市爱情	2021/12/13	22.3	季风剧场	独播台网剧	龚俊、乔欣
妻子的选择	都市剧情	2022/6/6	3.0	头部现象	独播台网剧	孙莉、袁文康
江照黎明	女性悬疑	2022/1/27	12.6	季风剧场	独播网剧	白客、马思纯
陪你一起好好吃饭	都市爱情	2022/2/14	14.5	季风剧场	独播台网剧	高瀚宇、郑湫泓
五面桃花总相逢	古装励志	2022/4/1	9.4	爆款潜力	独播台网剧	高含韵、佟梦实
热血神探	民国探案	2021/12/26	5.8	爆款潜力	独播网剧	张雨剑、梁洁
我要和你做兄弟	青春校园	2022/1/29	7.0	爆款潜力	独播网剧	陈宥维、辛云来
凭栏一片风云起	近代革命	2022/5/19	10.0	爆款潜力	台网剧	胡一天、张若楠
过审待播剧集						
名称	类型	预计上线时间	定位	播出信息（暂定）	导演	主演
张卫国的夏天	都市剧情	22 年 Q2	季风剧场	独播台网剧	刘闯	黄磊，刘奕君
胡同	年代生活	22 年 Q2	头部现象	网剧	付宁	赵露思、蔡文静
恩爱两不疑	古装传奇	22 年 Q2	头部现象	网剧	何振华	宋妍霏、张昊唯
已杀青剧集						
名称	类型	杀青时间	定位	播出信息（暂定）	导演	主演
亲爱的天狐大人	古代传奇	2021/6/16	爆款潜力	网剧	刘国辉	王佑硕、吕小雨
火星孤儿	青春科幻	2021/6/21	季风剧场	网剧	赵一龙	费启鸣、赵奕钦
奇妙的正在书入中	奇幻浪漫	2021/9/26	爆款潜力	网剧	李雨夕	王霏霏、魏哲鸣
落花时节又逢君	玄幻仙侠	2021/9/27	头部现象	网剧	赵立军	袁冰妍、赵学义
白羽流星	体育竞技	2021/11/24	爆款潜力	网剧	沙维琪	王子奇、付伟伦
非凡医者	当代都市	2021/12/20	季风剧场	台剧	陆川	张晚意、郑云龙
千秋令	古装剧	2021/12/26	头部现象	网剧	麦贯之	张予曦、佟梦实
保住锦鲤相公	古装	2021/12/28	爆款潜力	网剧	马艺恒	阚清子、范世錡
喂给你我的小心心	奇幻爱情	2021/12/31	爆款潜力	网剧	吴强	李凯馨、金泽
天下长河	古装历史	2022/1/5	头部现象	台剧	张挺	罗晋、伊昉
少年派 2	都市家庭	2022/1/27	头部现象	网剧	李少飞	张嘉益、闫妮
捕梦人	都市悬疑	2022/1/30	爆款潜力	网剧	王涛涛	郑业成、辛云来
男朋友典当行	都市情感	2022/2/12	头部现象	网剧	谢东燊	蓝盈莹、范丞丞
莫达维的秘密	都市	2022/2/12	爆款潜力	网剧	邱钰	高瀚宇、宋妍霏
覆流年	古装	2022/3/7	爆款潜力	网剧	易军	邢菲、翟子路
开机未杀青剧集						
名称	类型	开机时间	定位	播出信息（暂定）	导演	主演
薄冰	年代谍战	2022/3/23	头部现象	网剧	金琛	彭冠英、陈钰琪
有风	田园生活	2022/3/10	头部现象	网剧	丁梓光	刘亦菲、李现
叱咤之城	近代传奇	2022/2/19	头部现象	网剧	柳云龙	柳云龙、于和伟
消失的孩子	现代悬疑	2021/11/9	季风剧场	网剧	赵晓鸥	佟大为、魏晨
当我飞奔向你	校园甜宠	2021/8/15	爆款潜力	网剧	猫的树	周翊然、张淼怡
对你不只是喜欢	甜剧	2022/2/26	爆款潜力	网剧	刘栋	魏哲鸣、黄日莹

数据来源：艺恩数据、广电总局、华福证券研究所

4.2 制作机制不断完善，人才激励+工作室提高团队创造力

创意生成：“中台革命”提升效率，造血运动输送人才。1）研发部门进一步细化，扩充为创新、情报、共研及外制四大部门。精细划分将创意的产生分拆为多个标准化的流程，从而减少对金牌制作人的依赖，降低人才流失风险，提高人才培养效率。2）人才计划加强内部造血能力。芒果 TV 先后推出“青芒计划”、“芒果青年说”、“青年 CEO 俱乐部”在内的一系列人才计划。3）芒果 TV 推行市场化激励制度，能者上位选拔人才。公司综合采用创新激励、收益激励、绩效激励等激励方式，**每年 10%的中层干部淘汰比例**促进人才的内部流动，保持团队活力与创造力。

创意执行：工作室制度激活创造力，工业化流程提高生产力。

1）工作室制度助力制作人站上“C 位”。通过将人事权大幅下移、公司兜底风险及利润双方分成，给予工作室充分的自主性，使其全面参与项目策划、把关过程及成本预算等，激发创造活力。

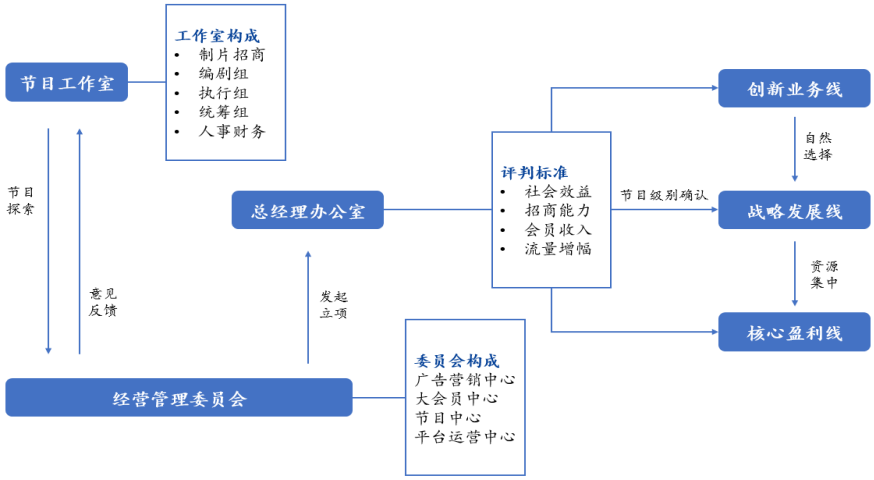
2）爆款 IP 生产流程工业化。**立项上：**由工作室提交节目提案，由经营管理委员发起立项，再由总经理办公室全面审核评估，从源头上提高爆款率；**制作上：**题材紧跟社会热点，嘉宾公众认可度高，内容上轻剧本、重互动，后期以细节调动情感共鸣。**宣发上：**与制作环节准确衔接，善用社交媒体。**制度化：**工业化的内容生产使爆款节目成为流水线上的加工产品，概率思维下的内容掌控保证了爆款的最大可能。

图表 50：芒果 TV 综艺节目主要工作室及代表作品

工作室	代表作品
吴梦知	《花儿与少年》、《妻子的浪漫旅行》、《朋友请听好》、《乘风破浪的姐姐》、《披荆斩棘的哥哥》
单丹霞工作室	《爸爸去哪儿》、《我最爱的女人们》、《一路成年》、《婆婆和妈妈》
梁书源工作室	《变形计》、《真正男子汉》、《勇敢的世界》
何枕工作室	《明星大侦探》、《密室大逃脱》、《名侦探学院》
袁白丽团队	《妈妈是超人》、《哈哈农夫》、《婚前 21 天》
田海工作室	《萌仔萌萌宅》、《我是歌手谁来踢馆》
李甜工作室	《妻子的浪漫旅行》、《奇妙小森林》、《真心大冒险》
蔡欢工作室	《妻子的浪漫旅行 2》
晏吉工作室	《女儿们的恋爱》、《青春合唱团》

数据来源：芒果青春营销研究院、华福证券研究所

图表 51：芒果 TV 节目立项示意图



数据来源：芒果青春营销研究院星联互动、艺恩、广电总局、华福证券研究所

内生发展：高品质内容规模化输出，综艺内容显示统治力。1）芒果 TV 以综艺立身。**芒果拥有 77 个内容制作团队，为行业第一规模**，其中共 26 个综艺节目制作团队。经历“超女”时代积淀后，平台开始探索垂类网综。2）垂类综艺初尝试收获颇丰。《明星大侦探》上线即成爆款，引发其他平台模仿。《乘风破浪的姐姐》上线 9 小时首期播放量破亿，上线 3 天播放量达到 3 亿，节目连续一周蝉联全网综艺热度榜冠军。3）**爆品机会=技术/供应链创新×爆发品类×新流量。**“芒果出品，必属爆品”的背后，是芒果在综艺赛道上探索多年逐渐成型的爆品公式。

外部合作：内外兼修补齐剧集短板，多元化题材力求破圈。芒果逐渐将更多精力投向相对薄弱的剧集领域，并采取内外结合的方式，坚持自建工作室+外部战略工作室双管齐下的策略。

图表 52：芒果 TV 部分重点合作影视公司及作品

公司	剧名	类型	出品
芒果超媒	《张卫国的夏天》	现实主义	芒果 TV、湖南卫视、芒果超媒、风火石文化
	《消失的孩子》	悬疑	芒果 TV、芒果超媒、华谊兄弟
	《妻子的选择》	当代都市	芒果 TV、湖南卫视、芒果超媒、唐人影视
	《非凡医者》	都市医疗	芒果 TV、芒果超媒、湖南卫视
	《沉睡花园》	爱情悬疑	华策影视、芒果 TV
华策影视	《恩爱两不疑》	古装爱情	华策影视、芒果 TV
	《凭栏一片风云起》	近代战争	华策集团、北京中天鹊禧影视
贰零壹陆	《少年派 2》	家庭教育	贰零壹陆
	《胡同》	年代	贰零壹陆、芒果 TV
欢瑞世纪	《千秋令》	古装爱情	芒果 TV、欢瑞世纪
	《深潜》	年代谍战	欢瑞世纪、华恒影视等
华录百纳	《火星孤儿》	科幻青春	芒果 TV、华纳百录、缤纷异彩

数据来源：芒果 TV、湖南卫视官网、华福证券研究所

1）对内：提出“新芒 S 计划”，加大影视剧创作自主自控能力。与福得文化编剧室、花菜剧社导演工作室、沈文帅导演工作室、观山编剧工作室、蒋渝编剧工作室、闪光体创作组等签约。快乐阳光、芒果影视和芒果娱乐均持有电视剧制作许可证（甲种），是市场上重量级的影视剧出品方。

2）对外：提出“超芒计划”，加强外部优质剧集制作资源合作，布局大市场。截止 2021 年底，芒果拥有“新芒计划”**战略工作室 34 家**，将自有超级 IP、艺人、制作团队进行开放合作。**确保内容达标下，采用保底+分成的合作模式**：根据影片定级，提供不同比例保底金额，给予高于市场标准的点播分成单价；**全面开放内容运营平台**：为内容合作方提供内容、评论、弹幕、短视频等全方位运营体系，并接入芒果 TV 饭团、私人影院等互动平台，实现与用户无缝链接；**开放“网生内容分成系统”，数据透明化**：内容合作方能够自主查询影片的点播数据、分成金额及变化趋势，从不同内容的数据表现来理解用户需求、掌握用户偏好，优化内容创作。

图表 53：“超芒计划”分账方式

评级	保底比例	有效付费点播单价（元）	合作模式	付费分成周期
S	买断	——	独家	——
	保底 3/4 以上	4.5	独家	6 个月
A	2/3	3.0	独家	6 个月
B	1/2	2.0	独家	6 个月
C	无	1.0	非独家	6 个月

数据来源：芒果 TV 官网、华福证券研究所

4.3 独有优势：作为国有媒体，始终践行社会价值与商业价值并重

4.3.1 国有新型主流媒体，抢占主流舆论阵地宣传优势突出

国有资产的特殊属性，决定了芒果 TV 在政策研判、内容把控、价值观导向上具备天然且难以复制的优势。1）响应国家号召，整改升级，打造健康精品内容。2022 年，芒果 TV 综艺《大侦探》与最高人民法院合作推出普法环节，进行全民普法教育。2）芒果 TV 通过自制、定制等多种方式制作主旋律综艺，传递社会正能量，引领青年文化价值。

图表 54：湖南卫视和芒果 TV 正能量和主旋律的综艺

平台	节目	主题内容	平台	节目	主题内容
湖南卫视	《春天花会开》	以最具中国特色的民歌为题材，追溯民族音乐本源，以音乐传承中华文化	芒果 TV	《我们的滚烫人生》	励志职业体验，传递滚烫的人生力量，宣传积极向上的价值观
	《勇往直前的我们》	联合长沙三大特色消防救援站，展现消防员的真实日常，为消防宣传助力，提升全民安全意识和自救能力		《声生不息》	改编演唱港乐传世金曲，完成对港乐的新时代表达，献礼中国香港回归 25 周年

《文学中国》	在综艺中创作短篇文学作品，弘扬中国文学文化	《热血少年行》	热血少年进入海军陆战队训练，展现青春、励志和积极向上
《舞蹈风暴 3》	将创意注入专业舞蹈的灵魂，节目充满年轻正能量	《好优美的中国话》	通过汉语类竞技选拔，让观众体会汉语文化的魅力，弘扬传统文化
		《乘风破浪的姐姐 3》	聚焦女性成长蜕变，不仅受到中国国内主流媒体的肯定，也成功走向海外，获得了一定影响力

数据来源：星联互动、湖南卫视公众号、华福证券研究所

芒果 TV 提出的让正能量有大流量，成为其内容的核心标准之一。近年来，几乎湖南广电所有的内容，从创研到落地，均体现了社会价值与商业价值的双重考量。**湖南电视的“快乐中国”理念对当今的大众文化影响深远。**在快节奏、高强度的现代社会，人民需要轻松愉悦、进取活泼的文艺节目来缓释心理压力、寻求心灵温养。由电视湘军引领的荧屏风潮历久弥新且长盛不衰。

1）“娱乐花活”以社会效益为首位，不受资本裹挟。**双平台始终坚持党对文艺工作的领导，不盲目追求流量、不抬抢高价剧，而是主动设置专项预算，主动设置议题，主动创新作为。**如《超级女声》的成功在于让社会学家关注“女性成长”“中性化”。《快乐大本营》20 周年特别节目与“97 后”优秀青年群体对话，《人民日报》刊文盛赞其“谱写青春正能量之歌”。《天天向上》推出“厉害了 00 后”“请回答 90 后”等特别策划，展示当代青少年在科学、艺术、国际交往等领域的优异表现。而《新闻大求真》《我是未来》向青少年传播科学知识，弘扬科学精神。金鹰卡通原创动画片《翻开这一页》用经典人物故事，为孩童树立榜样。

2）坚持“以人民为中心”的创作理念，坚持正确的政治方向和舆论导向。**在标注着革命历史时间节点以及重大政治任务的宣传周期里，湖南电视及时推出系列作品，以回应时代呼声。**如《毛泽东》《彭德怀》《秋收起义》等革命历史题材电视剧，传承红色基因、温故历史、启迪当下；现象级反腐大剧《人民的名义》呼应党和政府从严治党、惩治腐败的坚强决心；二十大重点项目《这十年·一直感动着我们》将于 7 月在双平台播出。

3）坚持青年党建引领，重视教育过程。双平台员工年龄集中于 28-31 岁，党员近 1200 名，**青年党员占比高达 86%**，为做好青年党建工作，《百炼成钢》、《重中之重》等剧组成立临时党支部，还成立了艺人党支部，用党性引领精品创作；双平台将在鲁迅文学院开办“芒果特色班”，针对导演、制片人，进行红色专题培训，并组织主持人、艺人学习《中国共产党宣传工作简史》，做到沉下心，守正道、走大道。

4）真正的“芒果精”懂得内容背后的时代价值。“芒果精”是湖南卫视与芒果 TV 铁杆粉丝的昵称。双平台优质内容吸粉无数，无论综艺、剧集或新闻内容，其背后的时代意义，时代呼声，时代价值才是维系粉丝基群的核心，“芒果精”从节目中寻找自己的时代答案，真正做到节目与人心相通，为普罗大众带来好故事，正能量。

图表 55：芒果 TV 正能量剧综体现



数据来源：芒果青春营销研究院星联互动、艺恩、人民日报、华福证券研究所

4.3.2 台网进一步融合，打造超级芒系生态，让正能量成为大流量

疫情叠加传媒发展瓶颈，双平台乘风破浪，逆势起航。面对复杂环境，电视湘军秉持“湖湘精神”，坚信选择了最好的赛道、走在最优的路线上；相信双平台“逆风双打”的强大战力；坚持为客户赋能品牌、创造价值的态度与决心，相信双平台和客户一定能“守得云开见月明”。

深度融合上有要求，下有需求。1）2020 年 9 月 29 日，中办、国办印发《关于加快推进媒体深度融合发展的意见》。融合是为了适应行业发展规律，有利于湖南广电更好地履行党媒的职责使命，引领内容持续创新，面向未来重大抉择。2）适应短视频时代下用户使用习惯的变化。长视频营销仍然是解决品牌长期主义发展的核心阵地。流量时代下，媒体格局碎片化全面腐蚀用户的使用习惯，湖南广电主动选择破局求变，独创台网融合，创立首个也是唯一一个长视频生态的新范式。3）文艺要主动做大阵地，最大化发挥 1+1>2 的台网协同效应。存量时代，实行一体化经营、精细运作，才能避免资源浪费。芒果 TV 主动推进海外传播，国际版下载量已破 9,000 万。

芒果 TV3.0 时代开启，凭内容 IP 走向多元场景。芒果未来将孵化出以内容为核，电商为辅，线上扩展至短视频资讯领域，线下扩展至娱乐实景的营销体系。

图表 56：芒果 TV 内容 IP 多元化场景



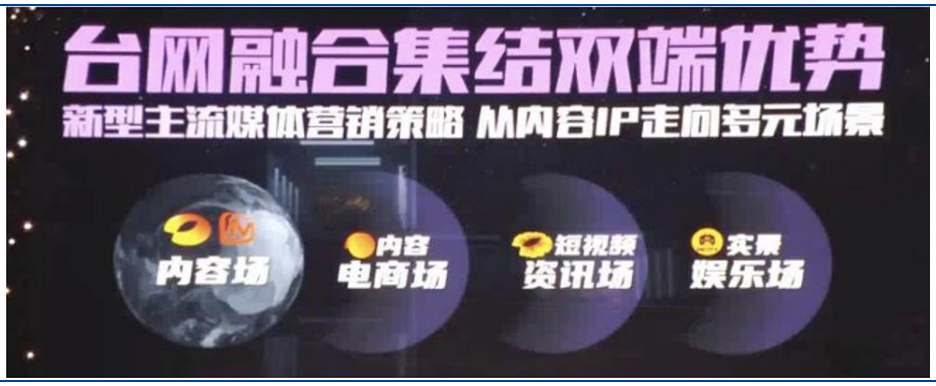
数据来源：小芒电商 APP、风芒 APP、芒果 MICITY 微博、华福证券研究所

1）电商场景：战略赛道全新增长极。芒系 IP 以国货消费品为突破口，力使电商与内容形成强枢纽，强链接。**零门槛入驻：**小芒电商将与国货深度合作，首次入驻即增值权益；**圈层营销活动：**开展“大牌超品周”等青年圈层活动助力品牌营销；**潮流玩法：**依靠光芒链发行独家限量数字产品。

2）短视频场景：芒系互联网新军。湖南广电全面打造视频化新闻资讯平台——风芒。**获取全球资讯：**风芒囊括全球实时资讯，坐拥全球视野；**记录美好生活：**用户可随时记录生活片段，形成线上社交网络；**共享美好时代：**畅享线上交互场景。

3）实景娱乐场景：剧本杀天花板。**剧本生产：**IP 合作，内容自研，打造核心产品。2022 年独家实景将达 15 个，剧本版权达 60 部，**2023 年预计独家实景达 30 个，剧本版权达 120 部；PAO 云平台：**作为剧本售卖平台与用户游戏平台，开展剧本展会，**覆盖全国店家 2,000+**，拓展 C 端个人桌游，丰富产业链；**MCITY 门店：**2022 年预计开设 6 家门店，**2023 年将持续扩张，打造超级 MCITY 与 MiniMCITY 概念店。**

图表 57：台网融合集结芒果 TV 与湖南广电双端优势



数据来源：芒果 TV“逆风双打”招商会、华福证券研究所

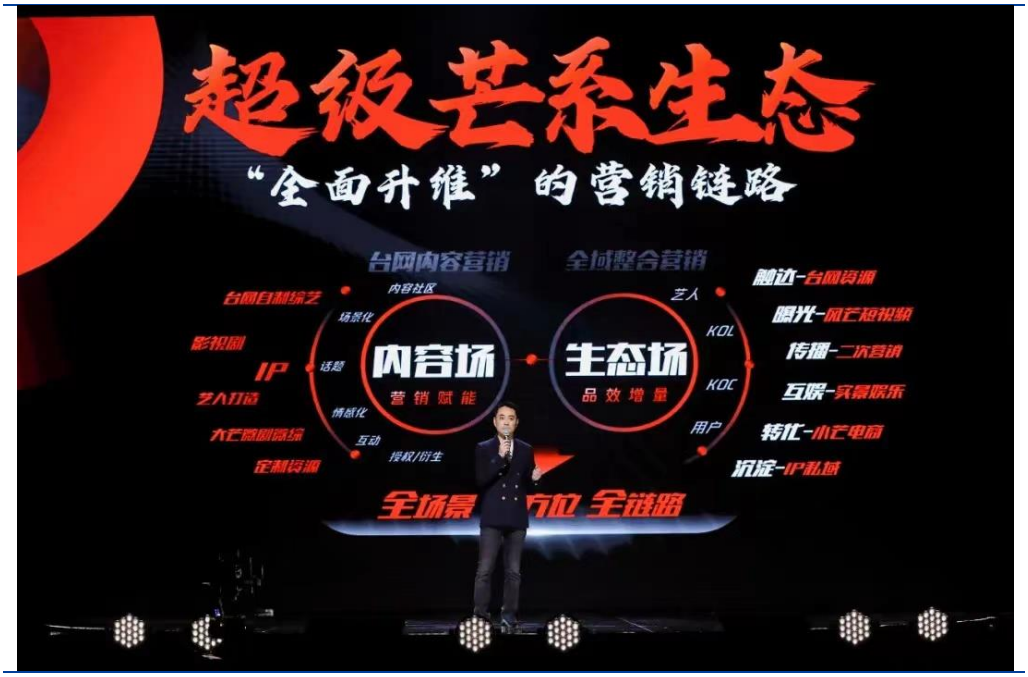
台网深度融合形成**超级芒系生态，超级内容矩阵以及超级全域用户三大核心竞争力**，为品牌提供创新定制化的解决方案。

超级芒系生态可以更高效、灵活、定制化地进行生态营销模式的提炼，满足品牌差异化的诉求。1）是市场上唯一实现台网资源互通的平台；2）超级芒系生态帮助品牌最大化产出传播素材，实现全场景传播。依托台网曝光资源，小芒电商转化资源、风芒短视频社交传播以及实景娱乐衍生资源，构建与消费者沟通的多样场景；3）定制化广告提升品牌价值主张。优秀制作团队帮助品牌量身定制内容，进行动态编排，最大化引爆品牌营销节点。

超级内容矩阵提供一站式内容内容营销体系，持续输出高质量、高产量内容，降低投资成本与风险。1）有效保障内容质量，防止内容失控。热点快速切换的大背景下，各家平台都面临项目模式、上线时间、嘉宾邀请、内容品质等挑战，芒果双平台内容供给为客户提供全面保障。2）有效降低内容成本，避免成本失控。台网融合减少品牌方多节点、多品类、多平台对接的沟通成本、采购成本及资源协调成本。

超级全域用户覆盖数十亿级消费者，形成最强硬广投放阵地。帮助品牌方在终端媒介、终端用户做双向组合投放，投放场景覆盖大小屏、一级或下沉市场，做到广度上保障全域覆盖，深度上确保精准触达。

图表 58：超级芒系生态的营销链路



数据来源：芒果 tv“逆风双打”招商会、华福证券研究所

五、 从 N-X 发展空间：内容建设为核心，多元变现途径拓展

5.1 小芒电商：全新电商模式，提升变现效率

1）芒果开启“视频+内容+电商”全新电商模式。2020 年 9 月，芒果发布小芒电商进行内侧，并邀请大量知名艺人入驻，小芒电商聚焦内容电商，以内容为根基，打造“种草+割草”的完整闭环。

2）2022 年，公司将引进战略投资，促进新兴业务稳步发展。小芒电商将继续依托芒果的高质量 IP 资源、双平台宣发、明星以及用户群体优势，以内容为手段提升

用户购买意愿，深挖粉丝经济。

3）2022 年推出新潮国货计划，与品牌方共同经营，联合分成。以《国牌研究院》节目为契机，联动大咖、国内顶尖战略营销机构以及头部 MCN 机构，助推孵化国潮品牌，让更多国有品牌成为湖南广电长期的共赢伙伴。

图表 59：小芒电商招商扶持



数据来源：小芒电商官网、华福证券研究所

图表 60：小芒电商申请入驻流程



数据来源：小芒电商官网、华福证券研究所

5.2 实景娱乐：依靠芒果系 IP 优势，全国布局线下实景娱乐，丰富 IP 变现渠道

1）通过《明星大侦探》与《密室大逃脱》及其衍生 IP，公司积累大量垂类会员。“芒果迷综系列”上线 7 年节目收获超 386.2 亿关注度，其中《明星大侦探》七季总播放量超 265.4 亿，第七季累计播放量超 45 亿；《密室大逃脱》三季总播放量超 81.8 亿。

2）2020 年，芒果开始布局实景娱乐赛道，开设线下沉浸式游戏体验馆 M-CITY。截至 2021 年 11 月 14 日，**M-CITY 的预售票流水已超 400 万**。目前已开放长沙和上海旗舰店，计划疫情放缓后大规模开放北京、成都、重庆店。

3）2022 年全新推出露营巡演计划，打造线下露营基地+场景化内容的社交平台。

露营赛道契合年轻群体当下的社交热点，芒果预计 6 月推出《周末出片大会》，在长沙周边举办线下录音集市及森林音乐会。未来将复制该模式至其余城市，**全年拟举办 10 场营销大事件。**

图表 61：芒果 TV 实景娱乐



数据来源：芒果互娱公众号、华福证券研究所

技术创新：VR+虚拟人+数字藏品布局，构建芒果元宇宙基础架构

1）VR 技术成果应用，为用户带来更加沉浸的体验。2021 年，公司通过结合芒果优势 IP 与 VR 技术，**成功将 5G 与 VR 的制播技术应用**在《披荆斩棘的哥哥》总决赛以及“家族诞生夜”中，**创造了长视频综艺平台最为复杂的新技术应用**。

2）公司在虚拟人物领域的业务前景向好。公司于 2021 年接连推出“YAOAYO”和“小漾”两位人气虚拟主持人，首次对外展示其在虚拟技术上的应用与创新。

3）数字藏品：公司于 2021 年至 2022 年相继推出数字藏品系列。由 RAFT 共识算法构建的“光芒链”助力芒果 TV 搭建元宇宙，目前已发售包括“圆滚滚使命”，“侦心不改”，“尚食”等数款与平台相关联的数字藏品。**数字藏品能受到芒果自身超过 5,040 万会员的关注**，同时增强芒果 IP 自身话题性与热度。

图表 62：芒果 TV 虚拟人物与数字藏品概念图



数据来源：芒果 TV 官博、华福证券研究所

六、 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

芒果 TV 互联网视频业务：主要包含会员收入、广告收入和运营商业务收入三项。预计 2022~2024 年该领域收入为 133.50/162.27/188.23 亿元，毛利率分别为 43%/45%/45%。

1）会员收入=付费会员数*ARPPU（单用户年度付费额）。截至 2021 年末，**芒果 TV 有效会员数达 5040 万人，同比增长 39.50%；会员收入达 36.88 亿元，同比增长 13.30%；**

2）芒果 TV 付费会员数仍有很大的上涨空间。2021 年腾讯视频及爱奇艺会员数分别达 1.01 亿、1.24 亿人。随着芒果 TV 爆款综艺的上线以及逐步强化渠道合作，**预计 2022~2024 年**芒果 TV 付费会员数**增速分别为 25%/21%/7%**。

3）芒果 ARPPU 将持续上涨。2022 年 1 月 2 日起，芒果 TV 提升会员价格，连续包月上涨至 19 元/月，涨幅 5.6%，连续包季上涨至 58 元/季，涨幅 5.5%，连续包年上涨至 218 元/年，涨幅 4.8%。相较于同年腾讯视频 VIP 连续包月提价 25%，芒果 TV 潜在会员价格上涨空间仍较大，**预计 2022~2024 年芒果 TV 的 ARPPU 增速分别为 3%/6%/10%。**

芒果 TV 连续 4 年广告收入实现跨越式攀升，2022 年疫情叠加经济因素影响投广体量，考虑到芒果 TV 在 2022 年的影视剧集与综艺排播储备丰富，综 N 代优质 IP《姐姐 3》和《哥哥 2》有望保障广告招商体量稳健增长，**预计 2022~2024 年广告收入增速分别为 13%/17%/17%。**

芒果 TV 与中国移动咪咕文化开展大屏业务、5G 创新业务等方面的深度合作，各省运营商业务有望加大拓展力度，**预计 2022~2024 年公司运营商业务收入增速为 15%/20%/10%。**

内容电商：2021 年小芒电商实现营收 2.47 亿元，小芒 APP 日活峰值达 126 万，日活用户月复合增长率为 25.6%，依托芒果 TV 的内容资源、明星优势以及多渠道宣

发优势，有望成为新的内容电商业务增长点。**预计 2022~2024 年内容电商业务收入为 23.08/27.47/32.14 亿元，毛利率预计 10%/12%/15%。**

新媒体互动娱乐内容制作与运营：预计公司各子公司影视剧、音乐版权、艺人经纪等业务稳中向好，在 IP 衍生开发及实景娱乐方面，公司计划疫情好转后大规模开放 M-CITY 旗舰店，有望助力业务实现新的突破。**预计在 2022~2024 年该领域收入为 19.71/20.69/22.35 亿元，毛利率预计 16%/20%/23%。**

期间费用率

销售费用率方面，主要是随节目投放量和广告收入上升宣传推广费和广告代理费相应增加，以及加大市场推广和营销团队激励力度。**我们预计 2022-2024 年销售费用率分别为 16%/16%/16%。**

管理费用率方面，基本保持稳定，主要系人力资源和折旧等费用增加。**我们预计管理费用率 2022-2024 分别为 4.6%/4.6%/4.6%。**

研发费用率方面，主要涉及电商业务等底层架构研发，元宇宙剧综及数字藏品研发等。**我们预计研发费用率 2022-2024 分别为 1.6%/1.6%/1.7%。**

图表 63：芒果超媒业绩拆分（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**140.07**	**153.57**	**176.79**	**210.73**	**243.02**
YoY		9.64%	15.12%	19.20%	15.32%
芒果 TV 互联网视频业务	**90.62**	**112.62**	**133.50**	**162.27**	**188.23**
YoY		24%	19%	22%	16%
会员收入	**32.55**	**36.88**	**47.48**	**60.90**	**71.68**
YoY		13%	29%	28%	18%
其中：付费会员数(亿人)	0.36	0.50	0.63	0.76	0.82
YoY		39.5%	25%	21%	7%
年 ARPPU(元)	90.09	73.17	75.37	79.89	87.88
YoY		-19%	3%	6%	10%
广告收入	**41.40**	**54.54**	**61.63**	**72.11**	**84.37**
YoY		32%	13%	17%	17%
运营商收入	**16.67**	**21.2**	**24.38**	**29.26**	**32.18**
YoY		27%	15%	20%	10%
内容电商	**21.05**	**21.57**	**23.08**	**27.47**	**32.14**
YoY		2.49%	7%	19%	17%
新媒体互动娱乐内容制作	**27.65**	**18.77**	**19.71**	**20.69**	**22.35**
YoY		-32.10%	5%	5%	8%
其他	0.75	0.60	0.5	0.3	0.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

综上，预计芒果超媒营业收入在 2022~2024 年分别 176.79/210.74/243.03 亿元，YoY 分别为 15%/19%/15%。归母净利润在 2022~2024 年分别 26.27/29.93/36.62 亿元，YoY 分别为 24%/14%/22%。

6.2 估值与投资建议

我们根据公司的业务构成，对芒果 TV 互联网视频、内容电商以及新媒体互动娱乐内容制作三个细分行业进行分部估值。

1）芒果 TV 互联网视频业务板块，①广告和会员业务上，由于该行业的对标公司爱奇艺、哔哩哔哩仍处于亏损状态，我们使用 PS 方法进行估值。我们预计 **2022 年公司芒果 TV 广告与会员收入为 109.12 亿元，给予 2022 年 PS 为 3.9X，**对应市值 **425.55 亿元，**②运营商业务上，**对标新媒股份，给予 2022 年 12X PE，对应市值 131.65 亿元。**

2）新媒体互动娱乐内容制作与运营板块，公司作为该行业的头部内容制作商，疫情放缓后有望实现稳定增长。我们预计 **2022 年营业收入为 19.71 亿元，结合同行业公司均值给予 2022 年 35X PE，对应市值 137.97 亿元。**

3）内容电商板块，芒果依靠独特的内容制作以及多渠道宣发优势，依靠优质 IP 的粉丝经济比其他对标公司更易发展。我们预计 **2022 年公司内容电商业务收入为 23.08 亿元，结合可比公司，给予 2022 年 PS 为 2.5X，对应市值 57.71 亿元。**

综上，我们给予芒果超媒 2022 年 752.89 亿人民币估值，对应目标价 40.25 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 64：芒果超媒可比公司估值一览

芒果 TV 互联网视频（广告+会员）						
证券代码	公司名称	市值(亿美元)	PS（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E
IQ.O	爱奇艺	36.17	0.75	0.78	0.73	0.74
BILI.O	哔哩哔哩	99.99	3.29	2.57	1.94	1.58
NFLX.O	NETFLIX	776.90	2.62	2.39	2.15	1.94
	均值		**2.22**	**1.91**	**1.61**	**1.42**
运营商业务						
证券代码	公司名称	市值(亿元)	PE（倍）			
300770.SZ	新媒股份	87.41	12.86	11.59	10.28	9.17
新媒体互动娱乐内容制作						
证券代码	公司名称	市值(亿元)	PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E
300133.SZ	华策影视	94.67	23.65	20.65	17.02	14.53
002739.SZ	万达电影	304.49	286.37	67.46	24.41	18.91
300251.SZ	光线传媒	277.81	35.61	33.57	25.60	21.96
	均值		**115.21**	**40.56**	**22.34**	**18.47**
内容电商						
证券代码	公司名称	市值(亿元)	PS（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E
600637.SH	东方明珠	244.14	2.69	2.49	2.42	N/A
002878.SZ	元隆雅图	43.07	1.88	1.52	1.37	1.23
002291.SZ	星期六	179.77	6.39	3.77	2.85	2.22
	均值		**3.66**	**2.59**	**2.21**	**1.73**

数据来源：Wind、华福证券研究所；注：行情日为 2022.6.30；预测取自 Wind 一致预期。

七、 风险提示

1、**内容上线节奏延缓：**疫情反复影视制作受阻，从而影响视频平台用户增长不及预期的风险。

2、**广告招商不及预期：**自制综艺网端招商是公司广告收入主要来源，内容质量不佳可能影响招商金额。

3、**内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性：**公司所属于文化传媒行业，具有意识形态特殊属性，政策监管容易影响内容制作与排播。

4、**电商业务拓展风险：**电商业务拓展成功与否存在不确定性。

图表 65：财务预测摘要

利润表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**15356**	**17679**	**21073**	**24302**
%同比增速	10%	15%	19%	15%
营业成本	9905	11367	13012	14820
毛利	5450	6312	8061	9482
%营业收入	35%	36%	38%	39%
税金及附加	27	47	46	55
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	2469	2837	3363	3890
%营业收入	16%	16%	16%	16%
管理费用	696	809	958	1107
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	272	291	344	403
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	-101	-104	-145	-161
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-68	0	0	0
信用减值损失	-44	0	0	0
其他收益	123	149	184	207
投资收益	37	57	71	77
营业利润	**2136**	**2638**	**3001**	**3672**
%营业收入	14%	15%	14%	15%
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	**2114**	**2638**	**3001**	**3672**
%营业收入	14%	15%	14%	15%
所得税费用	0	11	8	10
净利润	2114	2628	2993	3663
%营业收入	14%	15%	14%	15%
归属于母公司的净利润	**2114**	**2627**	**2993**	**3662**
%同比增速	7%	24%	14%	22%
少数股东损益	0	0	1	1
EPS（元/股）	1.17	1.40	1.60	1.96

资产负债表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6974	9694	10803	14294
交易性金融资产	3410	3410	3410	3410
应收账款及应收票据	3787	3727	5368	5104
存货	1690	2645	2143	3303
预付账款	1834	1884	2210	2535
其他流动资产	1205	1225	1501	1740
流动资产合计	18901	22586	25435	30386
长期股权投资	24	25	26	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	184	174	165	152
无形资产	6444	7399	8233	9060
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	558	663	786	917
资产总计	**26111**	**30846**	**34644**	**40542**
短期借款	40	40	40	40
应付票据及应付账款	5882	7594	7947	9706
预收账款	0	281	168	225
应付职工薪酬	980	1049	1231	1401
应交税费	123	159	184	212
其他流动负债	1859	1870	2227	2449
流动负债合计	8885	10993	11797	14033
其他非流动负债	229	229	229	229
负债合计	**9114**	**11222**	**12026**	**14261**
归属于母公司的所有者权益	16966	19593	22586	26248
少数股东权益	31	31	32	32
股东权益	**16997**	**19625**	**22618**	**26281**
负债及股东权益	**26111**	**30846**	**34644**	**40542**

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.17	1.40	1.60	1.96
BVPS	9.07	10.47	12.07	14.03
PE	48.91	23.43	20.56	16.81
PEG	7.35	0.97	1.48	0.75
PB	6.31	3.18	2.75	2.37
EV/EBITDA	14.51	8.25	6.87	5.86
ROE	12%	13%	13%	14%
ROIC	12%	12%	15%	16%

现金流量表

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	**562**	**7608**	**5947**	**8325**
投资	244	-1	-1	-1
资本性支出	-193	-4944	-4908	-4910
其他	-3244	57	71	77
投资活动现金流净额	**-3193**	**-4888**	**-4837**	**-4834**
债权融资	30	0	0	0
股权融资	4497	0	0	0
支付股利及利息	-234	-1	-1	-1
其他	-66	0	0	0
筹资活动现金流净额	**4227**	**-1**	**-1**	**-1**
现金净流量	**1597**	**2719**	**1109**	**3491**

数据来源：公司财报、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

联系方式

华福证券研究所　上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn